

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS | RAPPORT ANNUEL 2003



Rapport annuel 2003

1^{ER} RAPPORT
DE L'AUTORITÉ
DES MARCHÉS
FINANCIERS
RAPPORT
AU PRÉSIDENT
DE LA
RÉPUBLIQUE
ET AU
PARLEMENT
2003

Le présent rapport couvre l'année 2003 et les premiers mois de 2004. Il a été réalisé par les services de la COB et du CMF, réunis au sein de l'AMF, et achevé d'être rédigé le 15 avril 2004.

Il a été arrêté et signé le 11 mai 2004 par M. 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.



Le Président

Paris, le 1^{er} juin 2004

Monsieur le Président de la République,

Le rapport annuel que j'ai l'honneur de vous présenter pour la première fois en qualité de Président de l'Autorité des marchés financiers (AMF), créée par la loi de sécurité financière du 1^{er} août dernier, au titre de l'année 2003, est relatif, pour l'essentiel, aux activités de la Commission des opérations de bourse et du Conseil des marchés financiers qui se sont déroulées jusqu'au 24 novembre, date d'installation de l'AMF.

Après trois années de baisse de grande ampleur, consécutives à l'explosion de la bulle de la « nouvelle économie » et marquées par les crises internationales et par les scandales affectant plusieurs entreprises de grande taille, américaines puis européennes, les marchés ont connu en 2003 un certain retour au calme et ont renoué avec la croissance : le CAC 40 qui avait débuté l'année au niveau de 3063,91, après un record en septembre 2000 au niveau de 6922,33, a clôturé au 31 décembre au niveau de 3557,9. L'extrême volatilité qui avait désorienté nombre d'acteurs du marché, particulièrement en Europe, a pris fin et la volatilité, inhérente au fonctionnement de tout marché, est revenue à des niveaux normaux, voire relativement bas.

Pour autant, les incertitudes relatives à la nature et à la durée de la reprise de la croissance, et à l'évolution des taux de change, associées à la prolongation d'une situation internationale très tendue ont conféré à la conjoncture des marchés un caractère ambigu, particulièrement en Europe. L'activité d'Euronext-Paris a ralenti en termes de volumes de transactions, comme en termes de nouvelles entrées en bourse, cependant qu'un nombre significatif de retraits de la cote réduisait le nombre des entreprises cotées à Paris sur les marchés réglementés (816 au 31 décembre 2003 contre 873 un an plus tôt). Si les émissions de titres de capital ont sensiblement augmenté, elles ont été très concentrées sur un petit nombre d'opérations d'émission de titres complexes, représentatifs de dette convertible en capital. Par ailleurs, les marchés français de produits dérivés sont restés stables.

COB et CMF ont été cependant fortement mobilisés l'année dernière.

Deux opérations majeures se sont déroulées sous leur contrôle - le rapprochement du Crédit Agricole et du Crédit Lyonnais, l'OPA d'Alcan sur Péchiney -. De nombreuses opérations de restructuration ont nécessité une attention particulière des régulateurs de marchés au regard de la protection des minoritaires et de l'équité des montages.

Par ailleurs, la crise de confiance engendrée par les scandales comptables a justifié un effort particulier de vigilance en matière de contrôle de l'information financière. Le recours systématique à la procédure d'injonction, prononcée sur saisine du régulateur par le Président du Tribunal de Grande Instance de Paris, a permis de rappeler à l'ordre nombre de sociétés qui avaient pris de fâcheuses libertés au

regard de leurs obligations en la matière.

L'industrie de la gestion d'actifs pour compte de tiers, plus spécialement de la gestion collective pour laquelle la France occupe une place de « *leader* » en Europe, a poursuivi sa modernisation grâce à la mise en œuvre des nouvelles règles européennes et françaises et au développement de la gestion alternative. Le régulateur en a facilité la commercialisation, tout en imposant des critères exigeants de compétence des gérants financiers et de transparence de l'information sur ces produits innovants et complexes. D'importants progrès ont également été acquis dans le domaine des systèmes de rémunération des sociétés de gestion d'actifs financiers, afin d'en clarifier les modalités et de prévenir d'éventuels conflits d'intérêts.

Les infrastructures de marché connaissent, depuis les années récentes, une véritable révolution, due à la globalisation, à la dérégulation et aux progrès constants de la technologie. Le CMF et la COB, en coordination avec le régulateur prudentiel, et en coopération avec leurs homologues des pays concernés, ont ainsi adapté leurs règles aux développements de la construction d'Euronext, et au rapprochement réussi de Clearnet et de la London Clearing House.

De manière plus générale, COB et CMF ont été activement impliqués dans les travaux d'harmonisation des règles et des standards conduits aux niveaux européen et mondial, sous l'égide du Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CESR), dont l'implantation à Paris a été confirmée par le Conseil européen, de l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières (OICV) et du Forum de la stabilité financière.

L'activité disciplinaire des deux régulateurs et du Conseil de discipline de la gestion financière (CDGF), destinée à assurer la protection de l'épargne et l'intégrité des marchés, a été particulièrement soutenue en 2003, qu'il s'agisse de la surveillance des marchés, de la réalisation de contrôles et d'enquêtes, ou de la prise de sanctions : plus de 60 décisions sont intervenues, portant sur des pénalités de montants parfois élevés (certaines s'élèvent à un million d'euros).

Au total, il faut souligner la remarquable continuité de l'action de la COB et du CMF, pourtant confrontés aux perspectives de profonds changements institutionnels qui n'ont en rien affecté leur engagement.

La création de l'Autorité des marchés financiers (AMF) constitue un événement majeur pour la place financière française. Elle s'inscrit dans le cadre de la loi de sécurité financière qui, venant compléter plusieurs textes récents, situe en effet la place de Paris au meilleur niveau quant à la qualité de la régulation.

Le passage de relais entre institutions s'est effectué dans les meilleures conditions de continuité opérationnelle. La nouvelle organisation des services est devenue effective moins de trois mois après l'installation de l'AMF par Monsieur Francis Mer. Elle réalise la fusion des équipes selon un schéma qui distingue l'exercice quotidien de la régulation, en relation avec les émetteurs et avec les intermédiaires, la politique de régulation, appuyée par les travaux d'étude et la coopération internationale, les fonctions de surveillance et d'enquête et les fonctions horizontales de support technique et logistique. Le nouveau collège a rapidement su trouver ses « marques » et son unité. Je voudrais souligner les vertus de sa pluridisciplinarité et de son mode de nomination qui lui confèrent une compétence exceptionnelle et une indépendance qui n'a pas d'équivalent dans le monde. La Commission des sanctions, conçue selon les mêmes principes et dont la création met un terme aux débats sur la légitimité du système en vigueur à la COB, est immédiatement entrée en fonction et a déjà rendu plusieurs décisions. Cinq Commissions consultatives, composées d'experts de la place et animées, chacune, par deux membres du Collège de l'AMF, permettent, en associant de nombreux praticiens et universitaires à ses travaux, d'améliorer la réflexion prospective et d'enrichir la préparation des évolutions réglementaires, sans préjudice des consultations publiques qui précèdent l'adoption des dispositions nouvelles et accompagnent leur mise en œuvre.

Ce résultat n'aurait pu être atteint sans le travail remarquable de préparation conduit tout au long de l'année 2003 par les dirigeants de la COB et du CMF. Sans jamais empiéter sur les choix que devrait

effectuer la nouvelle autorité de marché, ils ont su les instruire et les éclairer avec une pertinence et une prévoyance à laquelle je tiens, à nouveau, à rendre publiquement hommage.

La nouvelle Autorité doit faire face à de nombreux et difficiles défis.

Au plan domestique, tout d'abord, il lui faut contribuer à la crédibilité de la Place de Paris dans un environnement de concurrence accrue et de grande sensibilité des épargnants aux dysfonctionnements du marché.

Son premier chantier concerne l'élaboration de son règlement général, qui, au delà de la codification nécessaire des textes adoptés par la COB et le CMF, devra être enrichi des novations récentes, notamment dues à la transposition des directives européennes. Cette transposition mobilisera d'ailleurs l'AMF au cours des prochains mois, à l'appui des services concernés de l'État. Il s'agit là d'une œuvre considérable qui, notamment en ce qui concerne la nouvelle directive sur les services d'investissement, va profondément rénover l'exercice des fonctions d'opérateur de marché, en raison des opportunités désormais ouvertes aux « plate-formes multilatérales d'échanges » et à l'internalisation des ordres au sein des grands réseaux bancaires.

L'AMF devra également exercer les missions nouvelles, ou renforcées, conférées par la loi de sécurité financière dans le domaine du démarchage financier et du conseil en investissement, comme dans le domaine de la régulation de l'analyse et de la notation financières.

Le rétablissement de la confiance dans les marchés reste fragile et l'AMF devra, comme ses homologues des grands marchés financiers, améliorer encore leur transparence et leur intégrité sans, pour autant, que l'alourdissement des procédures pénalise les acteurs du marché soumis à une compétition d'une grande vigueur. Efficience et simplification devront inspirer ses décisions, qu'il s'agisse de l'information financière, des opérations de marché, de la gestion d'actifs, de la distribution des produits financiers ou des règles de fonctionnement des infrastructures.

Je dois, ici, mentionner les effets de la réforme comptable consécutive à l'adoption par l'Union européenne des normes internationales (IFRS) à compter de 2005. Il s'agit, là aussi, d'une révolution qui va mobiliser toute la chaîne de l'information financière. Le contrôle de l'application de ces normes reposera, en premier lieu, sur les auditeurs et confère à la réforme du contrôle de leurs normes et de leur conduite, par la création du Haut Conseil du Commissariat aux Comptes (H3C), une importance majeure. Le succès de cette réforme dépendra, notamment, de la quantité et de la qualité des moyens dont pourra disposer cette nouvelle autorité pour traiter de multiples sujets généraux et individuels et conforter la crédibilité internationale des auditeurs français des sociétés cotées.

Bien entendu, l'AMF devra faire preuve de sagacité et de fermeté dans l'exercice de ses missions disciplinaires. D'ores et déjà, en quelque quatre mois, elle a diligenté près de 40 contrôles et enquêtes. Sa Commission des sanctions a pris 5 décisions de sanction, cependant que près de 40 procédures de sanction sont en cours d'instruction.

La régulation des marchés s'inscrit, désormais, dans un cadre totalement internationalisé. L'AMF devra donc tenir son rang dans le concert des autorités de marché sur qui repose, en large part, la conception des règles et qui en assurent la mise en œuvre.

Cette implication devra être particulièrement forte au sein du CESR, qui constitue désormais le réseau officiel des régulateurs du marché financier unique européen.

Parmi les sujets d'avenir figurent, à ce titre, un vaste chantier de standardisation (dit de « niveau 3 » selon la terminologie du processus Lamfalussy), le renforcement de la coopération opérationnelle dans le domaine de la surveillance et du contrôle, et l'accompagnement des réformes structurelles des entreprises de marché et de « *post marché* » (compensation, règlement-livraison, conservation). Mais l'AMF devra être aussi engagée au sein de l'OICV et du Forum de la stabilité financière où s'élaborent les standards mondiaux et où se met en place, de manière de plus en plus volontariste,

un effort collectif de contrôle de leur mise en œuvre, et de réaction aux dévoiements des juridictions non coopératives qui compromettent la stabilité et l'intégrité des marchés financiers mondiaux.

Compenser les asymétries d'information, rééquilibrer les rapports entre forts et faibles, prévenir les conflits d'intérêts, renforcer la robustesse des mécanismes de marché, identifier et sanctionner les auteurs des abus de marché, la mission de l'AMF est considérable.

Il est, à mon sens, bienvenu que le législateur ait choisi de maintenir la distinction entre cette régulation « microéconomique » et la mission confiée aux régulateurs pruden­tiels de la banque et de l'assurance, avec lesquels l'AMF, comme ses prédécesseurs, devra nourrir des liens d'étroite coopération.

Pour accomplir cette mission, l'AMF s'appuie sur quelque 330 personnes d'une qualité et d'un dévouement que je tiens à saluer. Au cours des prochains mois, le Secrétaire général de l'Autorité devra, avec son équipe, finaliser les travaux d'intégration et d'harmonisation de leurs statuts et conditions de travail. Au terme des séminaires de réflexion et d'orientation tenus par les responsables des services et par le Collège, il conviendra également de renforcer progressivement les moyens de l'institution dont les tâches ont significativement augmenté par rapport à celles de la COB et du CMF.

Je voudrais, en terminant, souligner que la régulation s'inscrit dans la perspective du développement et de la prospérité de la place financière dont elle est partie intégrante. À cet égard, les défis auxquels la place financière française est confrontée restent considérables et appellent une mobilisation concertée de tous les acteurs, qu'il s'agisse de l'accès d'entreprises de qualité plus nombreuses au marché, de la poursuite des efforts engagés pour orienter l'épargne domestique vers les investissements en actions, ou de la robustesse et de la diversité de notre chaîne d'intermédiation. Il s'agit là d'enjeux stratégiques pour l'économie de notre pays, tant il est clair qu'une industrie financière puissante est un gage d'indépendance et un facteur de haute valeur ajoutée. Les progrès remarquables accomplis en France depuis le « *big bang* » des années 80 ne doivent pas être affectés par les doutes consécutifs à la récente crise de la « *net economy* » et ne doivent pas conduire au relâchement de l'effort d'adaptation de notre société à une économie de marché qui lui reste moins familière qu'à certains de ses compétiteurs les plus avancés.

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

A handwritten signature in dark ink, appearing to read 'Michel Prada'. The signature is fluid and stylized, with a long horizontal stroke extending to the right.

Michel PRADA

SOMMAIRE

LA CRÉATION DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

1	UNE AUTORITÉ PUBLIQUE INDÉPENDANTE	p. 6
2	DEUX ORGANES COLLÉGIAUX PLURIDISCIPLINAIRES	p. 7
3	UNE GRANDE SOUPLESSE D'ORGANISATION	p. 8
4	DES MISSIONS ÉLARGIES	p. 9
5	DES POUVOIRS RENFORCÉS	p. 9
6	UNE PROCÉDURE DE SANCTION SÉCURISÉE	p. 11

1

L'ÉVOLUTION DES MARCHÉS FINANCIERS EN 2003

1	UNE ANNÉE DE STABILISATION SUR LES MARCHÉS FINANCIERS	
A	Le rebond des marchés d'actions en 2003	p. 17
B	Les marchés obligataires	p. 26
C	L'activité sur les marchés de produits dérivés est restée dynamique en 2003	p. 28
2	L'ÉVOLUTION DE LA RÉGLEMENTATION DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES	
A	Le règlement général du CMF et les textes d'application	p. 29
B	L'approbation des modifications apportées aux règles des marchés réglementés, de la chambre de compensation, de fonctionnement des systèmes de règlement et de livraison de titres	p. 31
C	Les travaux des formations spécialisées du CMF	p. 33
D	Les avis émis sur les projets de règlement du Comité de la réglementation bancaire et financière (CRBF)	p. 34
E	Le passage du CAC 40 au flottant	p. 34

ANNEXES DES CHAPITRES voir page 187

INDEX DES MOTS CITÉS DANS LE RAPPORT voir page 307

2

LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

1	LA CONSTRUCTION EUROPÉENNE : LE PLAN D'ACTION POUR LES SERVICES FINANCIERS (PASF)	
A	Les directives européennes	p. 36
B	L'après plan d'action pour les services financiers	p. 43
2	LE RÔLE DU CMF ET DE LA COB AU SEIN DU CESR (Committee of European Securities Regulators)	
A	Les travaux du CMF et de la COB au sein du CESR	p. 44
B	Les sous-groupes permanents : Review-Panel, CESR-POL et CESR-FIN	p. 46
3	L'HARMONISATION COMPTABLE EUROPÉENNE ET INTERNATIONALE	
A	La concrétisation des travaux d'harmonisation des règles comptables internationales et du contrôle des comptes	p. 48
B	Les nouvelles normes IAS/IFSR publiées par l'IASB et les travaux à venir	p. 51
4	LA COOPÉRATION À L'ÉCHELLE INTERNATIONALE	
A	L'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV)	p. 52
B	Le <i>JOINT FORUM</i>	p. 56
C	Le Forum de la stabilité financière (FSF)	p. 56
D	La francophonie : Institut francophone de la régulation financière (IFREFI)	p. 57
E	Le GAFI	p. 57
5	LA COOPÉRATION BILATÉRALE	
A	L'accompagnement du développement international de la place de Paris	p. 57
B	L'accompagnement de l'élargissement de l'Europe	p. 58

3

LES OPÉRATIONS ET L'INFORMATION FINANCIÈRES

1	L'ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ	
A	Les visas des opérations financières	p. 60
B	Le suivi de l'information permanente des sociétés faisant appel public à l'épargne	p. 62
C	Les appels au marché	p. 65
D	Les principes applicables aux opérations de recapitalisation des sociétés	p. 67
E	Les restructurations de dettes	p. 69
F	Les offres publiques en 2003	p. 69
2	L'ÉVOLUTION RÉGLEMENTAIRE	p. 76
3	CONTENTIEUX - JURISPRUDENCE	
A	Le contentieux des décisions du Conseil des marchés financiers en matière d'offres publiques	p. 82
B	Le contentieux des décisions de visas de la Commission des opérations de bourse	p. 88
C	Autre décision : Ordonnance de séquestre du Président du TGI de Paris, 09/07/2003	p. 91
4	LES QUESTIONS COMPTABLES	
A	L'évolution de la réglementation comptable française	p. 92
B	L'application de la réglementation comptable et financière	p. 95
C	Le contrôle de la fiabilité des comptes	p. 96



4

LES PRESTATAIRES DE SERVICES D'INVESTISSEMENT ET LA GESTION DE L'ÉPARGNE

1 LES PRESTATAIRES DE SERVICES D'INVESTISSEMENT

A	
Les sociétés de gestion	p. 103
B	
Les autres prestataires de services d'investissement	p. 107
C	
L'évolution du cadre réglementaire	p. 112
D	
Le démarchage et les conseillers en investissements financiers (CIF)	p. 114

2	
LES OPCVM GÉNÉRAUX	
A	
Les produits à vocation générale : bilan des agréments 2003	p. 117
B	
Les produits à vocation générale : l'évolution des encours	p. 119

3	
L'ÉVOLUTION DU CADRE APPLICABLE AUX OPCVM GÉNÉRAUX	
A	
La mise en œuvre des conclusions du groupe frais, des travaux sur l'innovation financière et la transposition de la directive	p. 122
B	
Les principales évolutions de l'offre de gestion collective	p. 124
C	
La tenue du passif et la centralisation des ordres dans les OPCVM	p. 126

4	
L'ÉPARGNE SALARIALE	
A	
Les OPCVM d'épargne salariale (FCPE et SICAVAS)	p. 127
B	
Les évolutions	p. 128

5	
LE CAPITAL INVESTISSEMENT	
A	
Les fonds communs de placements à risques (FCPR)	p. 129
B	
Les fonds communs de placements dans l'innovation (FCPI)	p. 129
C	
Les fonds d'investissement de proximité (FIP)	p. 131

6	
LES SOCIÉTÉS CIVILES DE PLACEMENT IMMOBILIER	
A	
L'évolution des sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) en 2003	p. 132
B	
La réglementation	p. 133
7	
LES AUTRES VÉHICULES	
A	
Les fonds communs de créances	p. 134
B	
Les sociétés d'épargne forestière (SEF)	p. 135
C	
Les sociétés pour le financement de l'industrie cinématographique et audiovisuelle (SOFICA)	p. 136
D	
Les sociétés pour le financement de la pêche artisanale (SOFIPÊCHE)	p. 136
E	
Les biens divers	p. 136

5

LA SURVEILLANCE ET LA DISCIPLINE DES MARCHÉS

1	LA SURVEILLANCE DES MARCHÉ EN 2003	
A	Les activités de la surveillance du CMF	p. 139
B	Les activités de la surveillance de la COB	p. 139
2	LE CONTRÔLE DES PRESTATAIRES DE SERVICES D'INVESTISSEMENT EN 2003	
A	Le bilan des contrôles du CMF	p. 140
B	Le contrôle des acteurs de la gestion pour compte de tiers par la COB	p. 142
3	LES ENQUÊTES MENÉES PAR LA COB EN 2003	
A	Origine et typologie des enquêtes	p. 144
B	La coopération internationale	p. 144
4	LES TRANSMISSIONS À D'AUTRES AUTORITÉS EN 2003	
A	Les transmissions aux autorités administratives ou professionnelles	p. 146
B	Les transmissions aux autorités judiciaires	p. 146
5	LES SANCTIONS PRONONCÉES PAR LE CMF, LA COB ET LE CDGF EN 2003	
A	Les mesures disciplinaires du CMF et leurs suites	p. 147
B	Les sanctions administratives prononcées par la COB et leurs suites	p. 152
C	Les sanctions disciplinaires prononcées par le Conseil de discipline de la gestion financière (CDGF)	p. 162
6	LE NOUVEAU DISPOSITIF RÉPRESSIF DE L'AMF	
A	Des pouvoirs de contrôle et d'enquête placés sous la direction du secrétaire général	p. 168
B	Le collège décide l'ouverture des procédures de sanction	p. 169
C	Une procédure contradictoire qui relève exclusivement de la Commission des sanctions	p. 170
D	Les premières sanctions prononcées par l'AMF	p. 171

6

LES RÉCLAMATIONS DES ÉPARGNANTS ET L'ACTIVITÉ DU MÉDIATEUR

1	RAPPELS	
2	BILAN QUANTITATIF	
A	La charge de travail	p. 175
B	La répartition des dossiers	p. 176
C	Les résultats : analyse des dossiers par motif de clôture	p. 177
3	LES THÈMES CARACTÉRISTIQUES DE L'ANNÉE	
A	Les pertes sur investissement dans les fonds à formule indiciaires	p. 179
B	Les "incohérences" du marché	p. 181
4	CONCLUSION	



LA CRÉATION DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

L'année 2003 a été marquée par la réforme des autorités de régulation avec le rassemblement, au sein d'une entité unique, des missions de contrôle des opérations et de l'information financières, des prestataires de services d'investissement, des produits d'épargne collective, des marchés et des activités post-marché. Plus lisible et plus efficace, dotée d'une procédure de sanction sécurisée et de pouvoirs et moyens renforcés, la nouvelle Autorité des marchés financiers possède un champ de compétence étendu et cohérent.

L'Autorité des marchés financiers (AMF) a été installée par M. Francis Mer, ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, le 24 novembre 2003, en application de la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003¹. Cette loi a simplifié et unifié l'architecture du dispositif français de régulation des marchés financiers en rassemblant au sein de cette entité unique les pouvoirs jusqu'alors exercés par le Conseil des marchés financiers (CMF) depuis 1996, la Commission des opérations de bourse (COB) depuis 1967, et le Conseil de discipline de la gestion financière (CDGF) depuis 1989.

L'AMF succède aux droits et obligations de ses prédécesseurs ; elle reprend en l'état les procédures

de contrôle, d'enquête et de sanction initiées par eux et fait application des règlements de la COB et du règlement général du CMF qui restent en vigueur jusqu'à l'adoption de son règlement général.

La loi de sécurité financière a par ailleurs structuré le pôle prudentiel, notamment en unifiant le contrôle des sociétés d'assurances, des mutuelles et des institutions de prévoyance au sein d'une nouvelle autorité publique indépendante et en organisant la coopération entre régulateurs bancaires et d'assurances. Il en résulte une simplification de l'architecture de la régulation financière et une clarification de la répartition des compétences entre les différentes autorités (tableaux 1 et 2).

¹ Principalement codifiée, pour ce qui concerne l'AMF, aux articles L. 621-1 à L. 621-30 du code monétaire et financier.

Tableau 1 : Situation avant la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003

	Mutuelles	Assurances	Établissements de crédit	Services d'investissement	Entreprises de Marché	Gestion d'actifs
Réglementation	Min. Aff Sociales	Ministre Finances	CRBF	COB + CMF		COB
Compétences consultatives	CSM	CNA	CNCT			COB/CDGF
Règles de bonne conduite	CCMIP	CCA	CB	CMF		
Contrôle prudentiel						
Agréments	Ministre AS	Ministre Finances	CECEI	CECEI/CMF	CECEI	COB

CB : Commission bancaire
CCA : Commission de contrôle des assurances
CCGF : Comité consultatif de la gestion financière
CCMIP : Commission de contrôle des mutuelles et des institutions de prévoyance
CDGF : Conseil de discipline de la gestion financière
CECEI : Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement
CMF : Conseil des marchés financiers
CNA : Conseil national des assurances
CNCT : Conseil national du crédit et du titre
COB : Commission des opérations de bourse
CRBF : Comité de la réglementation bancaire et financière
CSM : Conseil supérieur de la mutualité.

Source: MINÉFI

Tableau 2 : Situation après la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003

	Mutuelles	Assurances	Établissements de crédit	Services d'investissement	Entreprises de Marché	Gestion d'actifs
Réglementation	Min. Aff Sociales	Ministre Finances		AMF		
Compétences consultatives	CSM	CCLRF/CCSF				
Règles de bonne conduite	CCAMPI		CB			
Contrôle prudentiel						
Agréments	Ministre AS	CEA		CECEI		

AMF : Autorité des marchés financiers
CCAMPI : Commission de contrôle des assurances, des mutuelles et des institutions de prévoyance
CCLRF : Comité consultatif de la législation et de la réglementation financières
CCSF : Comité consultatif du secteur financier
CEA : Comité des entreprises d'assurance

Source: MINÉFI

1

Une autorité publique indépendante

Autorité publique, conformément à la nature de la mission qu'elle exerce par délégation de l'État, l'Autorité des marchés financiers est dotée d'une large autonomie financière et fonctionnelle précisée et confortée par les décrets des 21 novembre² et 26 décembre 2003³.

Le caractère public de l'Autorité se manifeste notamment dans les modalités de désignation de ses membres qui sont tous nommés par des autorités publiques. Son Président est désigné par décret du Président de la République. Le vice-président du Conseil d'État, le premier-président de la Cour de cassation et le premier président de la Cour des comptes désignent chacun un magistrat, le gouverneur de la Banque de France choisit son représentant, les présidents des trois

assemblées constitutionnelles désignent trois membres du Collège, le ministre chargé de l'Économie nomme les autres membres du Collège après consultation des associations professionnelles représentatives, et le Président du CNC, par ailleurs nommé par le ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie, est membre de droit.

Cette pluralité d'autorités de nomination, la durée du mandat, fixée à cinq ans, et la limitation de son renouvellement, des règles strictes de déontologie, de prévention et de traitement des conflits d'intérêts, précisées au titre 1^{er} du règlement général⁴ garantissent l'indépendance des membres de l'AMF.

² Décret n° 2003-1109 du 21 novembre 2003 relatif à l'Autorité des marchés financiers (JO 23 novembre 2003, page 19904).

³ Décret n° 2003-1290 du 26 décembre 2003 relatifs aux montants et aux taux des taxes perçues par l'Autorité des marchés financiers (JO 30 décembre 2003, page 22417).

⁴ Homologué par arrêté du ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie du 23 février 2004 (JO du 10 mars 2004).

Alimentée par des recettes assises sur les opérations et les prestataires de services d'investissement qui garantissent son autonomie financière, l'AMF est une personne morale originale dont les moyens sont placés sous la direction d'un secrétaire général, nommé par le Président après avis du Collège et agrément du ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie. Le Collège arrête également le budget de l'Autorité, fixe le règlement intérieur et les règles de déontologie applicables aux personnels.

L'AMF dispose d'une grande liberté dans sa gestion : dispensée du contrôle des dépenses engagées, elle emploie des personnels de droit public comme de droit privé et n'est pas soumise au code des marchés publics.

2

Deux organes collégiaux pluridisciplinaires

Investie de la capacité de prendre des décisions générales et individuelles, d'exercer des contrôles et de prononcer des sanctions, l'AMF est composée de deux organes collégiaux dont tous les membres sont distincts : un Collège de seize membres et une Commission des sanctions de douze membres, qui institutionnalisent la séparation des fonctions de poursuite et de jugement, conformément aux exigences posées par l'article 6§1 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme.

Unissant magistrats, représentants d'autorités publiques, personnalités qualifiées et professionnels experts, l'AMF rassemble des compétences particulièrement riches et diversifiées.

A l'exception des membres de droit que sont le représentant du gouverneur de la Banque de France et le président du Conseil national de la comptabilité, les membres du Collège et de la Commission des sanctions sont désignés pour cinq ans et sont renouvelés par moitié tous les trente mois. Leur mandat est renouvelable une fois.

La loi a renforcé dans le même temps la présence de l'État en la personne d'un commissaire du Gouvernement dépourvu de voix délibérative, qui siège en toute matière, devant toutes les formations, sauf lors du délibéré des sanctions, et qui dispose, sauf en matière de sanction, de la faculté de 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'Autorité (tableau 5).

Tableau 3 :

Composition du Collège⁵

M. Michel Prada, **président**,
nommé par le décret du
Président de la République
du 21/11/2003

M. Jacques Delmas-Marsalet
désigné par le vice-président
du Conseil d'État

Mme Claire Favre
désignée par le premier président
de la Cour de cassation

M. Philippe Adhémar
désigné par le premier président
de la Cour des comptes

M. Jean-Paul Redouin
désigné par le gouverneur
de la Banque de France

M. Antoine Bracchi
président du Conseil national
de la comptabilité

M. Jean de Demandolx Dedons
désigné par le président du Sénat

M. Jean-Michel Naulot
désigné par le président de
l'Assemblée nationale

M. Bernard Esambert
désigné par le président du
Conseil économique et social

Mme Monique Bourven
M. Bernard Field
M. Antoine Giscard d'Estaing
M. Dominique Hoenn
M. Yves Mansion
M. Jean-Pierre Pinatton
M. Jean-Claude Mothié
désigné par le ministre
de l'Économie, des Finances
et de l'Industrie.

Composition de la Commission des sanctions⁶

M. Jacques Ribs
désigné par le vice-président du
Conseil d'État
**Président élu de la Commission
et de la section 1⁷**

M. Jacques Bonnot
désigné par le vice-président
du Conseil d'État

Mme Claude Nocquet-Borel
désignée par le premier président
de la Cour de cassation,
Présidente élue de la section 2⁸

Mme Marielle Cohen-Branche
désignée par le premier président
de la Cour de cassation

M. Yves Brissy
M. Alain Ferri
M. Jean-Pierre Hellebuyck
M. Pierre Lasserre
M. Jean-Pierre Morin
M. Thierry Coste
M. Joseph Thouvenel
M. Jean-Jacques Surzur
désignés par le ministre de l'Économie,
des Finances et de l'Industrie.

Commissaire du Gouvernement

M. Jean-Pierre Jouyet, Directeur du Trésor (ou son représentant) (siège auprès de toutes les formations sans voix délibérative)

⁵
JO du
23 novembre 2003
page 19949.

⁶
JO du
23 novembre 2003
page 19949.

⁷
JO du
18 décembre 2003,
page 21615.

⁸
JO du
18 décembre 2003,
page 21615.

3

Une grande souplesse d'organisation

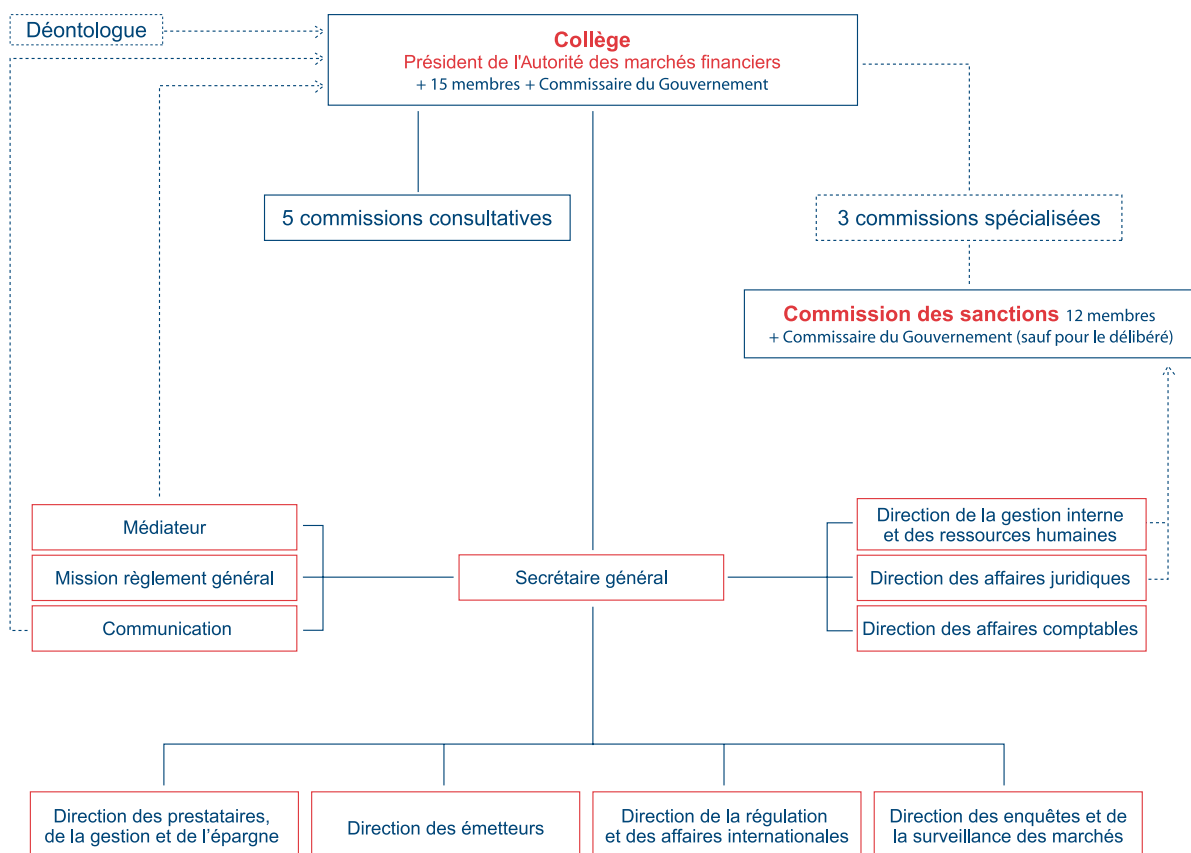
Le Collège est l'organe décisionnel de l'AMF. Il détient une compétence de principe qu'il peut déléguer en partie à des Commissions spécialisées constituées en son sein. A ce jour il a créé trois Commissions comportant chacune cinq de ses membres, sous la présidence du Président de l'AMF, et chargées d'examiner les rapports de contrôle ou d'enquête puis, le cas échéant, d'ouvrir une procédure de sanction par la notification des griefs aux personnes qu'elles mettent en cause⁹. Ces Commissions peuvent également, en cas d'urgence, suspendre l'activité des professionnels contre lesquels une procédure de sanction est engagée. Elles doivent, en outre, transmettre le rapport au parquet s'il fait état de faits susceptibles de constituer un délit.

Le Collège a par ailleurs donné une délégation de signature à son président pour prendre un certain nombre de décisions individuelles, notamment en matière de visa des prospectus¹⁰ et d'agrément de prestataires ou de produits. Le Président exerce en outre des pouvoirs propres en matière de suspension des cotations et de représentation de l'Autorité en justice.

Le Collège s'est également entouré de cinq Commissions consultatives composées de douze à dix-huit membres afin de nourrir sa réflexion, sans exclure pour autant la constitution, si nécessaire, de groupes de travail *ad hoc* et la concertation institutionnelle avec les représentants des professionnels et les associations d'émetteurs. Placées sous la présidence et la vice-présidence de deux membres du Collège, ces Commissions examinent respectivement les questions afférentes à l'organisation et au fonctionnement des marchés, aux activités de conservation, dépositaire et règlement-livraison, aux activités de gestion individuelle et collective, aux opérations et à l'information financières des émetteurs, enfin à la protection des épargnants et des actionnaires minoritaires¹¹.

La commission consultative consacrée aux activités de gestion individuelle et collective reprend les travaux qui relevaient du Comité consultatif de la gestion financière (CCGF), qui a été supprimé par la loi de sécurité financière (article 48 I-1), hormis les décisions individuelles en matière d'agrément et de revue des programmes d'activité des sociétés de gestion.

Tableau 4 : Organisation de l'Autorité des marchés financiers



⁹ Décision n° 7 du 26 novembre 2003 portant création de commissions spécialisées par l'Autorité des marchés financiers (JO 23 décembre 2003, page 22006).

¹⁰ Décision n° 2 du 24 novembre 2003 portant délégation de signature (JO 26 novembre 2003, p. 20108).

¹¹ Communiqué de l'AMF du 20 février 2004. Voir *infra* annexe 6, page 296.

4

Des missions élargies

Chargée de veiller à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers et tous autres placements donnant lieu à appel public à l'épargne, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers, l'AMF cumule les missions de la COB, du CMF et du CDGF.

S'y ajoutent des missions nouvelles : le contrôle de la nouvelle profession réglementée des conseillers en investissements financiers, le contrôle des analystes indépendants, celui des démarcheurs mandatés par des sociétés de gestion, enfin l'impulsion du gouvernement d'entreprise et de la transparence des sociétés cotées à travers l'information sur le contrôle interne. L'AMF devra en outre publier chaque année un rapport sur le rôle des agences de notation et l'impact de leur activité sur les marchés financiers.

Le programme d'activité des prestataires de services d'investissement exerçant un service autre que la gestion pour compte de tiers est désormais soumis à un simple avis de l'AMF dans le cadre de l'agrément de ces prestataires par le CECEI (alors qu'il était approuvé par le CMF).

La concentration de compétences au sein d'une même autorité est de nature à faciliter l'exercice des missions, notamment le contrôle des offres publiques d'acquisition.

5

Des pouvoirs renforcés

Le pouvoir réglementaire de l'AMF est élargi pour tenir compte de ses compétences nouvelles¹². Il s'exerce dans le cadre d'un règlement général, dont l'interprétation est précisée dans des instructions et recommandations, et sur le fondement duquel l'AMF prend des décisions individuelles de visa, de recevabilité en matière d'offres publiques d'acquisition, d'agrément des sociétés de gestion et des OPCVM notamment.

Le pouvoir d'injonction administrative de l'AMF, repris de celui de la COB, est conforté par la séparation organique des fonctions de poursuite et de sanction.

Il est étendu à toutes les pratiques contraires aux dispositions législatives ou réglementaires de nature à porter atteinte aux droits des épargnants, à fausser le fonctionnement du marché, à procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché, à porter atteinte à l'égalité d'information ou de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts ou à faire bénéficier les émetteurs et les investisseurs des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles. Ce pouvoir d'injonction s'exerce dans un cadre contradictoire précisé par le décret du 21 novembre 2003.

Le président de l'AMF a en outre la faculté de saisir le président du tribunal de grande instance de Paris aux fins d'injonction en cas de pratique contraire aux lois et règlements afin que les auteurs y mettent fin ou en suppriment les effets.

Pour assurer l'exercice de ses missions, l'AMF surveille les marchés, effectue des contrôles sur le respect par les professionnels de marché des règles de bonne conduite et des règles professionnelles auxquelles ils sont soumis, enfin met en œuvre des enquêtes par décision de son secrétaire général lorsqu'il constate des faits susceptibles de constituer des abus de marché.

Les enquêtes sont encadrées par un ensemble de règles procédurales fixées par le code monétaire et financier et le décret du 21 novembre 2003 afin de garantir la protection des droits des personnes, selon des modalités reprises des textes applicables aux enquêtes de la COB.

¹²
Voir notamment
l'article L. 621-7 du code
monétaire et financier.

Tableau 5 : Le règlement général de l'AMF

Selon l'article L. 621-7 du code monétaire et financier, le règlement général de l'AMF détermine notamment :

- I Les règles de pratique professionnelle qui s'imposent aux émetteurs** faisant appel public à l'épargne, ainsi que les règles qui doivent être respectées dans les **opérations sur des instruments financiers placés par appel public à l'épargne**.
- II** Les règles relatives aux **offres publiques d'acquisition** portant sur des instruments financiers émis par appel public à l'épargne.
- III Les règles de bonne conduite et les autres obligations professionnelles** que doivent respecter à tout moment les personnes mentionnées au II de l'article L. 621-9, et qui doivent tenir compte de la compétence financière de la personne à laquelle le service est rendu.
- IV Concernant les prestataires de services d'investissement, les entreprises de marché et les membres des marchés réglementés, les chambres de compensation et leurs adhérents :**
 - 1° Les conditions d'exercice, par les prestataires de services d'investissement, des services définis à l'article L. 321-2 ;
 - 2° Les conditions d'exercice des activités des adhérents des chambres de compensation mentionnées à l'article L. 442-2 ;
 - 3° Les conditions dans lesquelles peut être délivrée ou retirée une carte professionnelle aux personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte des prestataires de services d'investissement, des entreprises de marché, des membres des marchés réglementés, des chambres de compensation et de leurs adhérents ;
 - 4° Les règles applicables aux personnes mentionnées à l'article L. 532-18 ;
 - 5° Les conditions dans lesquelles certains prestataires de services d'investissement peuvent intervenir en qualité de non-ducroire ;
 - 6° Les conditions dans lesquelles certaines personnes physiques ou morales peuvent être habilitées à fournir des services mentionnés aux 2 et 3 de l'article L. 321-1 sur un marché réglementé sans avoir la qualité de prestataire de services d'investissement ;
 - 7° Les conditions dans lesquelles, en application de l'article L. 442-1, l'Autorité des marchés financiers approuve les règles des chambres de compensation, sans préjudice des compétences conférées à la Banque de France par l'article L. 141-4.
- V Concernant les activités de gestion pour le compte de tiers et les placements collectifs :**
 - 1° Les conditions d'exercice de l'activité des prestataires de services d'investissement qui fournissent, à titre exclusif ou principal, le service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers et les conditions d'agrément des sociétés de gestion de portefeuille ;
 - 2° Les conditions d'agrément et d'exercice de l'activité des sociétés de gestion d'organismes de placements collectifs ;
 - 3° Les conditions d'agrément des organismes de placements collectifs ;
 - 4° Les conditions d'exercice de l'activité de dépositaire d'organismes de placements collectifs.
- VI Concernant la conservation et l'administration d'instruments financiers, les dépositaires centraux et les systèmes de règlement et de livraison d'instruments financiers :**
 - 1° Les conditions d'exercice des activités de conservation ou d'administration d'instruments financiers par les personnes morales qui effectuent des opérations par appel public à l'épargne et les intermédiaires habilités à ce titre dans les conditions fixées à l'article L. 542-1 ;
 - 2° Les conditions d'habilitation, par l'autorité des marchés financiers, des dépositaires centraux ainsi que les conditions dans lesquelles l'Autorité approuve leurs règles de fonctionnement ;
 - 3° Les principes généraux d'organisation et de fonctionnement des systèmes de règlement et de livraison d'instruments financiers et les conditions dans lesquelles l'Autorité des marchés financiers approuve les règles de fonctionnement de ces systèmes, sans préjudice des compétences conférées à la Banque de France par l'article L. 141-4.
- VII Concernant les marchés réglementés d'instruments financiers :**
 - 1° Les principes généraux d'organisation et de fonctionnement que doivent respecter les marchés réglementés, ainsi que les règles relatives à l'exécution des transactions sur instruments financiers admis sur ces marchés ;
 - 2° Les conditions dans lesquelles l'Autorité des marchés financiers, en application des articles L.421-1 et L. 421-3, propose la reconnaissance ou le retrait de la qualité de marché réglementé d'instruments financiers ;
 - 3° Les conditions de dérogation à l'obligation prévue à l'article L. 421-12 ;
 - 4° Les règles relatives à l'information de l'Autorité des marchés financiers et du public concernant les ordres et les transactions sur instruments financiers admis sur un marché réglementé. Le règlement général peut également fixer des règles de fonctionnement applicables aux marchés d'instruments financiers autres que les marchés réglementés.
- VIII Concernant les personnes, autres que celles mentionnées aux 1° et 7° du II de l'article L. 621-9, qui produisent et diffusent des analyses financières :**
 - 1° Les conditions d'exercice de l'activité des personnes visées à l'article L. 544-1 ;
 - 2° Les règles de bonne conduite s'appliquant aux personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte des personnes qui produisent et diffusent des analyses financières, à titre de profession habituelle, et les dispositions propres à assurer leur indépendance d'appréciation et la prévention des conflits d'intérêts.

Par ailleurs, le règlement général détermine en particulier :

- les modalités d'habilitation des enquêteurs par le Secrétaire général ;
- les modalités du contrôle et la procédure de déclaration des transactions à l'AMF ;
- les conditions dans lesquelles les informations portant sur les franchissements de seuils, des pactes d'actionnaires, le rapport sur le contrôle interne, les opérations effectuées par les dirigeants sur les titres de leur société, sont rendues publiques ;
- les conditions de compétence professionnelle et les prescriptions devant être respectées par le code de bonne conduite applicable aux conseillers en investissement financier ;
- les conditions dans lesquelles les sociétés de gestion de portefeuille rendent compte de leurs pratiques en matière d'exercice des droits de vote attachés aux titres détenus par les OPCVM qu'elles gèrent ;
- les règles applicables aux OPCVM à règles d'investissement allégées, aux OPCVM contractuels, ainsi que des règles spécifiques applicables aux OPCVM, FCIMT, FCC ;
- les règles de lutte contre le blanchiment applicables aux acteurs de la gestion.

6

Une procédure de sanction sécurisée

Le pouvoir de sanction est exercé par la Commission des sanctions saisie par l'une des Commissions spécialisées constituées par le Collège¹³. Placée sous la présidence d'un président élu en son sein parmi les membres magistrats, la Commission des sanctions s'est organisée en deux sections, dont l'une est présidée par son président, conseiller d'État honoraire, et l'autre par un conseiller à la Cour de cassation.

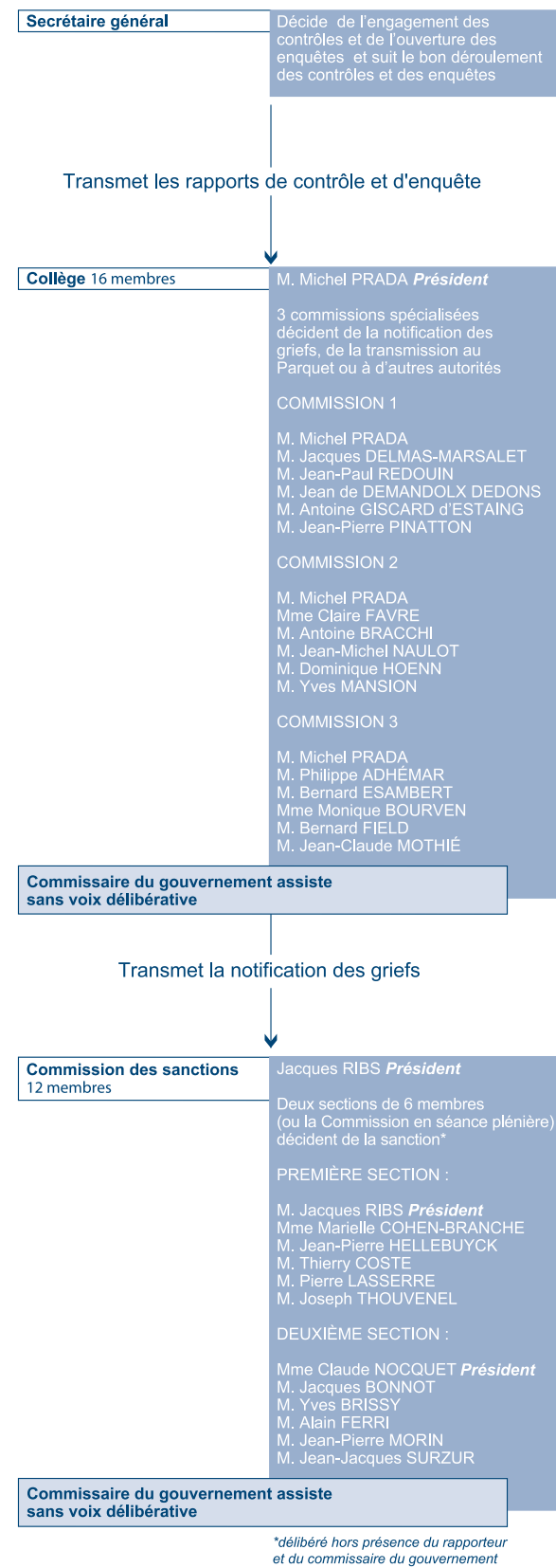
Le dossier est instruit contradictoirement par un rapporteur désigné par le président de la Commission des sanctions parmi les membres de celle-ci.

La personne mise en cause a le droit d'être entendue par le rapporteur qui procède à toutes diligences utiles, notamment à toute audition complémentaire.

La procédure devant la Commission des sanctions est organisée de telle manière qu'elle assure le respect des principes du procès équitable : la séance est publique à la demande de la personne mise en cause, le rapporteur ne participe pas au délibéré, la sanction est fonction de la gravité de la faute et doit être motivée.

Les frais de la procédure peuvent être mis à la charge de la personne sanctionnée. La décision peut être rendue publique dans tout support désigné par la Commission des sanctions et à la charge des personnes sanctionnées.

Tableau 6 : La procédure de sanction



13
Voir *infra*,
page 170.

En dépit de plusieurs relectures minutieuses et attentives, les chapitres du rapport annuel peuvent encore comporter des erreurs dans les chiffres, les pourcentages, les dates ou les noms cités. Dans le cas d'éventuelles discordances avec les décisions prises par l'AMF, seules ces décisions font foi.

CHAP

1

L'ÉVOLUTION DES
MARCHÉS FINANCIERS
EN 2003
> p. 15

2

LA RÉGULATION
ET LA COOPÉRATION
INTERNATIONALES
> p. 35

ITRES

3

LES OPÉRATIONS
ET L'INFORMATION
FINANCIÈRES
> p. 59

4

LES PRESTATAIRES
DE SERVICES
D'INVESTISSEMENT ET
LA GESTION
DE L'ÉPARGNE
> p. 101

5

LA SURVEILLANCE
ET LA DISCIPLINE
DES MARCHÉS
> p. 137

6

LES RÉCLAMATIONS
DES ÉPARGNANTS
ET L'ACTIVITÉ
DU MÉDIATEUR
> p. 173

1

CHAPITRE 1 L'ÉVOLUTION DES MARCHÉS FINANCIERS EN 2003

- p. 17 1
Une année de stabilisation
sur les marchés financiers
- p. 29 2
L'évolution de la réglementation
des activités financières

L'année 2003 est celle de l'amélioration du climat de confiance et d'une certaine stabilisation des marchés financiers après trois années de baisse de grande ampleur. Cela s'est traduit par un rebond notable des marchés d'actions à partir du printemps 2003 qui a principalement profité aux valeurs cycliques et aux petites et moyennes capitalisations. De plus, la volatilité sur les marchés d'actions s'est infléchie pour atteindre des niveaux historiquement bas. Toutefois, l'activité sur Euronext Paris a ralenti avec un recul des montants échangés et du nombre d'introductions par rapport à 2002.

En outre, si les augmentations de capital ont fortement augmenté, elles restent très concentrées sur un faible nombre d'opérations, de très gros montants. Dans le même temps, les marchés obligataires, après avoir joué le rôle de valeur refuge, ont subi un mouvement de correction à partir de mi-juin avec l'amélioration du climat conjoncturel. Sur les marchés dérivés, l'activité sur Euronext Liffe est restée stable alors que les autres marchés (Eurex, CME, CBOT, CBOE) ont connu des taux de croissance à deux chiffres. Par ailleurs, les marchés financiers ont connu des évolutions réglementaires qui sont détaillées dans la partie 2.

TABLEAU 1 : Principales évolutions du marché financier Français (milliards d'euros)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
PRINCIPALES ÉVOLUTIONS DU MARCHÉ FINANCIER FRANÇAIS						
ÉMISSIONS						
- de titres de capital ¹ (sociétés cotées)	11,7	9,3	21,5	9,2	15,1	22,8
- de titres de créance	105,1	161,6	168	85,6	91,4	122,7
• Autres émetteurs ²	52,8	117,8	120,5	33,1	38,0	55,5
• État	52,3	43,8	47,5	52,5	53,4	67,2
MARCHÉ BOURSIER DES VALEURS FRANÇAISES						
Capitalisation (en fin d'année)						
- des actions	838,9	1493,2	1541,0	1319,0	927,8	1075,0
- des obligations et des titres participatifs	760,3	763,0	779,1	795,1	818,0	809,0
TOTAL	1599,2	2256,2	2320,1	2114,1	1745,8	1884,0
TRANSACTIONS (SUR L'ANNÉE) ³						
Actions				1111,0	1002,4	877,8
Obligations				7,5	7,0	6,3
TOTAL				1118,5	1009,4	884,1
NOMBRE DE SOCIÉTÉS COTÉES						
Premier marché	513	484	453	425	395	368
Second marché	368	372	354	347	325	312
Nouveau marché	81	111	158	164	153	137
PLACEMENTS COLLECTIFS (SICAV + FCP) ⁴						
Actifs gérés au 31 décembre ⁵	534,1	651,5	766,0	800,2	803,0	908,0
Nombre de SICAV et FCP au 31 décembre	6274	6511	7144	7603	7791	7906

¹ Sont compris les émissions en numéraire par appel Public à l'Épargne (APE) + les levées d'options + exercices de bons de souscription d'actions + paiements de dividende en actions + émissions réservées.
Nota bene : dans les rapports annuels précédents, seules les émissions en numéraire par APE étaient comptabilisées.

² Sont comptabilisées les émissions françaises et internationales de titres de créance (obligations + ensemble des titres complexes, voir Annexe I p 212)

³ Transactions Electronic Order Book. À la suite d'un changement de méthodologie, les données ne sont disponibles que depuis janvier 2001.

⁴ SICAV : sociétés d'investissement à capital variable
FCP : fonds communs de placement.

⁵ Calcul effectué sur la base du dernier actif net connu.

1

UNE ANNÉE DE STABILISATION SUR LES MARCHÉS FINANCIERS

A

Le rebond des marchés d'actions en 2003

1

Les indices boursiers retrouvent leur niveau de juillet 2002

Après les trois années de forte correction qui ont suivi l'éclatement de la bulle technologique, l'année 2003 a été l'année de la reprise sur les marchés d'actions. Les principaux indices ont en effet affiché des progressions notables, en particulier aux États-Unis. L'indice Dow Jones progresse ainsi de 25,3 % et le Nasdaq de 50 % (tableau 2). En Europe, les performances sont plus modestes : + 13,6 % pour le FTSE100, + 16,1 % pour le CAC 40. L'Allemagne fait figure d'exception puisque le DAX termine l'année proche des 4000 points et affiche la meilleure performance européenne (+ 37,1 %). Cette singularité reflète surtout un effet de rattrapage après la correction enregistrée en 2002. Le DAX avait alors enregistré la plus mauvaise performance européenne (- 44 %). Enfin, le Nikkeï affiche également un net rebond (+ 24,5 %).

Au final, les principaux indices ont retrouvé fin 2003 leur niveau de juillet 2002 (graphique 1).

1/a

Les grandes phases de l'année 2003 : le rebond date du printemps

Dans le prolongement de la fin 2002, les marchés d'actions ont débuté l'année 2003 sur une note négative, notamment en Europe : entre le début janvier et le plus bas du 12 mars 2003, les indices DAX

Graphique 1 : Évolution des principaux indices boursiers (base 100 = 31/12/2001)

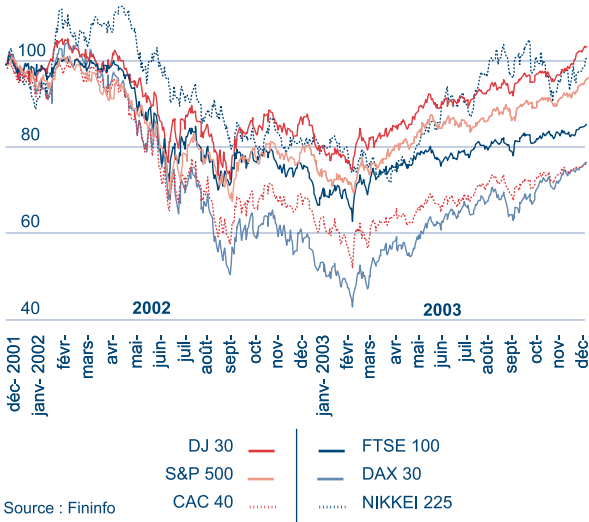


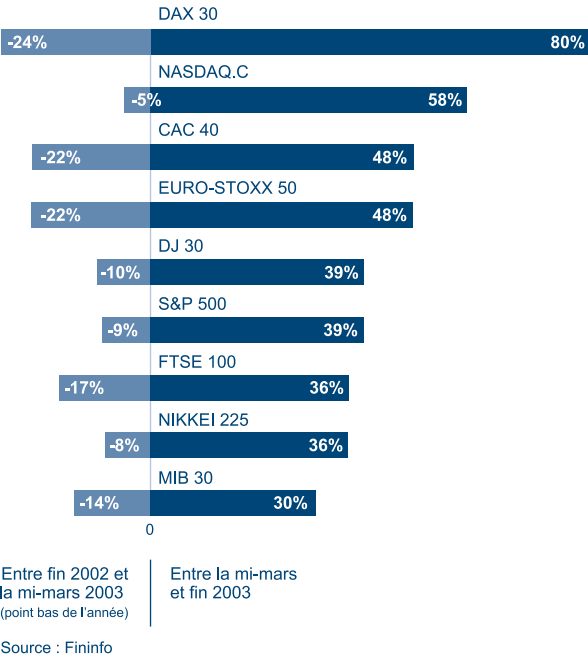
TABLEAU 2 : Variation des principaux indices boursiers internationaux (glissements annuels fin d'année en %)

	2000	2001	2002	2003
CAC40	-0,5	-22,0	-33,7	16,1
DJ30	-6,2	-7,1	-16,8	25,3
NASDAQ	-39,3	-21,1	-31,5	50,0
S&P 500	-10,1	-13,0	-23,4	26,4
DAX 30	-7,5	-19,8	-43,9	37,1
FTSE 100	-10,2	-16,2	-24,5	13,6
MIB 30	1,7	-26,2	-26,0	11,8
Euro Stoxx 50	-2,7	-20,2	-37,3	15,7
NIKKEI 225	-27,2	-23,5	-18,6	24,5

Sources nationales

et CAC 40 ont perdu respectivement 24 % et 22 %, alors que les principaux indices américains ont cédé moins de 10 % et le Nikkeï 8 % (graphique 2). A la mi-mars, les marchés ont atteint des niveaux historiquement faibles : le FTSE est retombé à son niveau d'août 1995, le DAX à celui d'août 1996 et le CAC 40 à celui d'avril 1997. Cette période est également marquée par des pics de volatilité. L'aggravation des tensions géopolitiques avant le déclenchement du conflit irakien, l'incertitude sur l'ampleur et la solidité de la reprise de l'économie américaine, ainsi que de nouveaux scandales alimentant les doutes des investisseurs sur la fiabilité des comptes, sont autant de facteurs qui expliquent la vague de défiance des marchés boursiers en ce début d'année. Dans un second temps, cette tendance s'est inversée. La chute du régime de Saddam Hussein en Irak et l'amélioration des fondamentaux économiques aux États-Unis, avec la confirmation de la reprise de l'activité, le raffermissement des profits des entreprises et la poursuite de politiques monétaires

Graphique 2 : Les différentes phases de l'année 2003 (en %)



et budgétaires très accommodantes, ont constitué de puissants éléments de soutien pour les marchés d'actions. Les marchés américains se sont alors engagés dans une phase de rebond marqué, entraînant dans leur sillage les autres places boursières : entre la mi-mars et fin 2003 le Dow-Jones a progressé de 39 % et termine l'année en repli de seulement 10 % par rapport à son plus haut historique en 2000. Le Nikkei progresse pour sa part de 36 % (en baisse toutefois de 72 % depuis le plus haut en 2000), le DJ euro Stoxx 50 de 48 % et le CAC 40 de 48 % (tous deux en baisse de près de 50 % depuis le plus haut en 2000).

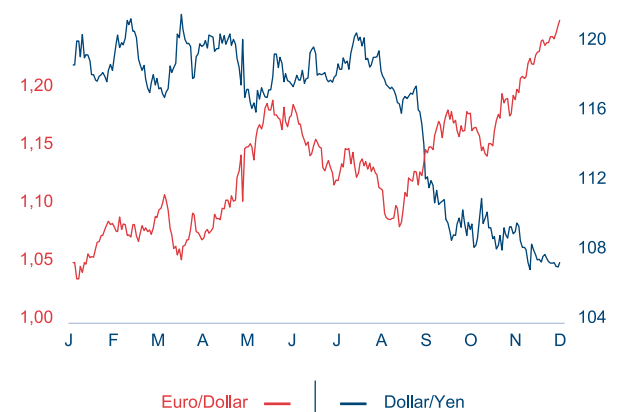
1/b

Le rebond est général mais son ampleur varie selon les zones géographiques

Dans un contexte économique marqué par la reprise de la croissance mondiale, une diminution des incertitudes géopolitiques et une plus faible aversion pour le risque à partir du printemps, la hausse du cours des actions a été générale et a affecté toutes les zones géographiques dans des proportions diverses. Mesurée par les indices *Morgan Stanley Capital International* (MSCI) exprimés en dollars, l'augmentation des marchés d'actions dans le monde a été de 30,8 % en 2003, avec une sur-performance de la zone émergente (+ 51,6 %) contre 29,9 % pour les pays développés (tableau 3). La hausse a été particulièrement forte en Amérique latine (+ 67 %) et en Europe de l'Est (+ 57 %).

Comme en 2002, les marchés américains ont sur-performé leurs principaux homologues européens. Exprimé en monnaie locale, l'indice MSCI Amérique du Nord a progressé de 26,7 %, contre 15,1 % seulement pour l'indice MSCI zone euro. Mais cette sur-performance s'explique largement par un effet change : exprimés en dollars, les indices européens superforment les indices américains. En effet, l'année

Graphique 3 : Forte baisse du dollar en 2003



Source : Fininfo

2003 a été marquée par une très forte baisse du dollar vis-à-vis des principales devises, notamment l'euro et le yen. La parité euro/dollar a atteint un niveau historiquement élevé à 1,26 fin décembre (graphique 3). Quant à la parité dollar/yen, elle est revenue fin 2003 à son niveau de début 2001 malgré les interventions massives et répétées de la Banque centrale du Japon sur le marché des changes. Les déterminants traditionnels des fluctuations du change ne semblent plus pertinents pour expliquer l'évolution de la parité euro/dollar. En effet le différentiel de croissance est resté en 2003 largement en faveur des États-Unis et l'écart de taux entre l'Europe et les États-Unis s'est réduit au second semestre. À l'origine de la baisse du dollar en 2003, on retrouve plutôt les déficits "jumeaux" américains (déficits public et courant) proches de 5 % du PIB, niveau largement supérieur à ceux atteints lors des précédentes phases de dépréciation du dollar en 1985 et 1995.

TABLEAU 3 : Indices *Morgan Stanley Capital International* (MSCI) (taux de croissance annuels en %)

ZONES GÉOGRAPHIQUES	EN MONNAIE LOCALE			EN DOLLARS		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
INDICE MONDE	-15,3	-25,2	22,8	-17,8	-21,1	30,8
PAYS DÉVELOPPÉS (G7)	-15,0	-24,7	23,8	-17,34	-21,6	29,9
Amérique du Nord	-13,3	-23,6	26,7	-13,6	-23,6	27,8
AELE	-17,5	-27,5	17,4	-22,6	-17,5	35,3
Zone euro	-17,8	-35,0	15,1	-21,2	-23,3	38,4
Europe	-20,3	-30,9	16,5	-24,5	-20,1	34,8
Pacifique	-17,1	-18,3	19,7	-26,2	-10,4	36,3
dont Extrême-Orient (Japon, Hong Kong, Singapour)	-19,8	-19,5	22,5	-29,1	-11,9	34,4
PAYS ÉMERGENTS	5,1	-9,1	42,3	-4,9	-8,0	51,6
Asie	7,5	-10,3	44,9	-4,9	-6,3	47,1
Extrême-Orient (dont Chine, Indonésie, Thaïlande...)	12,8	-11,6	43,0	9,5	-7,1	44,5
Amérique latine	1,3	-0,7	54,7	-4,3	-24,8	67,1
Moyen Orient	-6,6	-9,7	43,0	-17,7	-9,1	44,5
Europe de l'est	7,7	9,3	52,5	10,0	14,6	56,7

Les interrogations sur le caractère soutenable du déficit extérieur américain ont été ravivées à l'automne lorsque les entrées nettes de capitaux se sont ralenties.

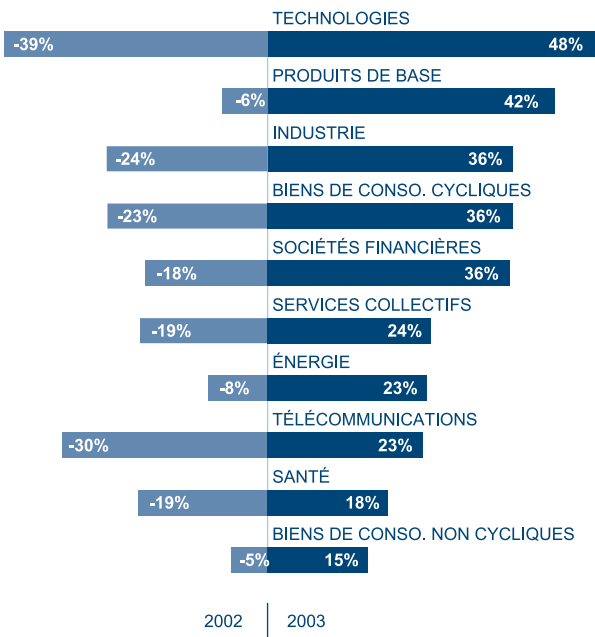
Les bonnes performances des indices européens exprimés en dollar comparées à celles des indices américains doivent toutefois être nuancées compte tenu des fortes corrections qui ont affecté les valeurs européennes depuis le printemps 2000.

1/c
Aspects sectoriels : sur-performance des valeurs cycliques, notamment technologiques

Si le rebond boursier a bénéficié à l'ensemble des secteurs, ce sont les valeurs cycliques, et plus particulièrement les valeurs technologiques, qui ont affiché les meilleures performances, favorisées par le rebond économique (graphique 4). En fait, la reprise des marchés boursiers a pris la forme d'une correction des baisses antérieures. Les valeurs technologiques et financières ayant été particulièrement affectées par la crise boursière en 2001 et 2002, elles présentaient donc un important potentiel d'appréciation.

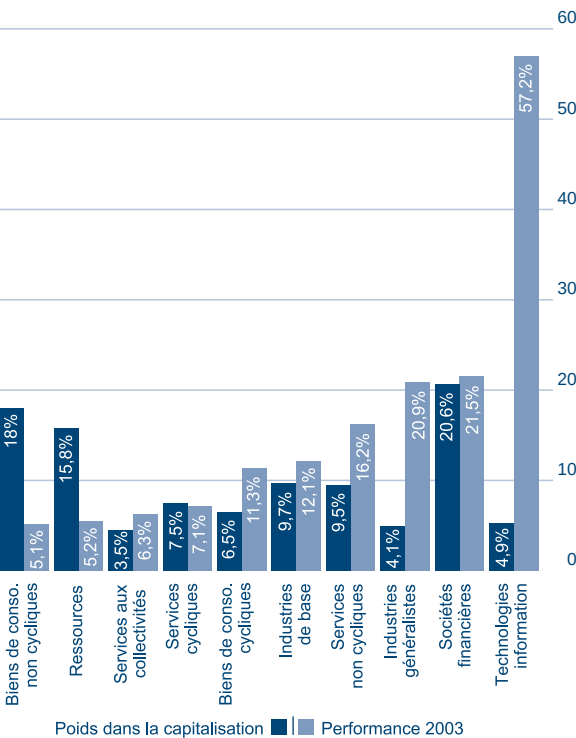
S'agissant du CAC 40, le secteur des technologies de l'information a le plus fortement progressé (+ 57,16 %), suivi par celui des valeurs financières (+ 21,5 %). *A contrario*, les secteurs des biens de consommation non cycliques ou des services aux collectivités ont enregistré des performances très modestes, avec des hausses de moins de 5 % (graphique 5).

Graphique 4 : Rebond des valeurs TMT, un effet de rattrapage. Variations Indice MSCI Monde (en dollars)



Source : MSCI

Graphique 5 : Structure du CAC 40, performance et poids dans la capitalisation boursière en 2003 (%)

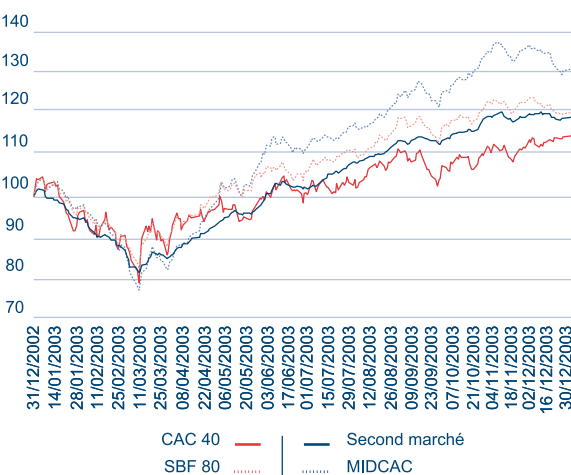


Source : Euronext-Paris

1/d
En France, le rebond boursier a profité surtout aux petites et moyennes capitalisations

La lecture des performances des différents indices regroupant les petites et moyennes valeurs - à l'exception notable du Nouveau marché - souligne leur attrait par rapport aux grandes capitalisations (graphique 6). La prééminence des valeurs cycliques dans les indices dédiés aux valeurs moyennes, leur moindre sensibilité à la baisse du dollar en raison de leur plus grande dépendance vis-à-vis du marché intérieur et la sous-valorisation des valeurs moyennes par rapport aux grandes capitalisations sont autant de facteurs qui ont soutenu les moyennes capitalisations en 2003.

Graphique 6 : Évolution des indices de valeurs moyennes (base 100 = 31/12/2002)



Source : Euronext-Paris

1/e

**Retour de la volatilité boursière
vers ses niveaux de moyen terme**

Alors qu'elle avait atteint des niveaux record en 2002, la volatilité boursière s'est considérablement infléchie l'an passé, revenant vers ses niveaux de moyen terme. Après un nouveau pic au printemps 2003 lié à la persistance d'incertitudes conjoncturelles et géostratégiques exceptionnellement élevées, la volatilité historique du CAC 40 et du DJIA a ainsi atteint des niveaux historiquement faibles en fin d'année (graphique 7).

2

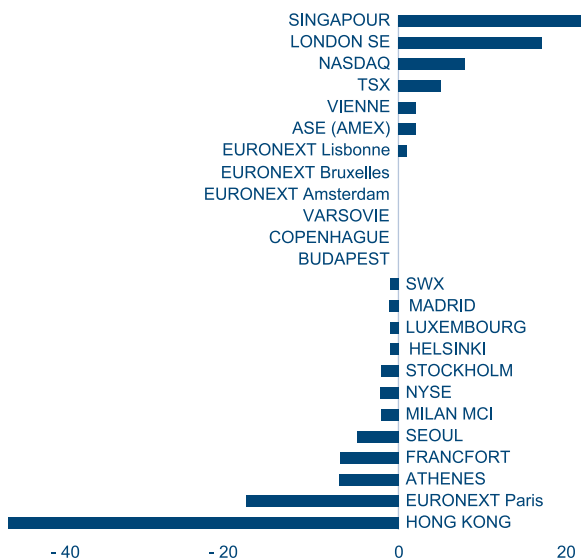
**L'évolution de l'activité
sur les marchés d'actions**

2/a

**La baisse du nombre d'entreprises
cotées s'est poursuivie**

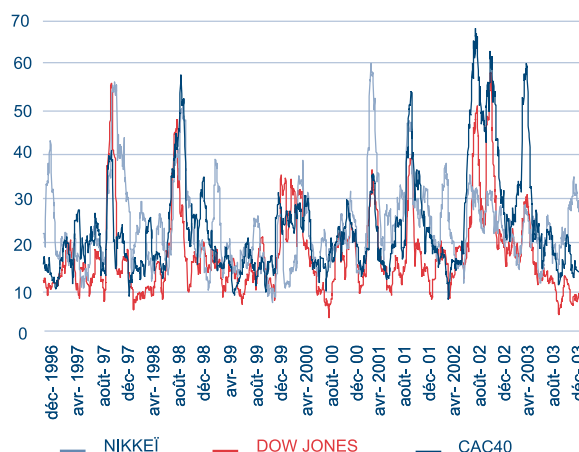
Le marché des introductions est resté atone en 2003 sur la plupart des places financières. En Europe, la situation apparaît particulièrement préoccupante, notamment sur les places de Paris et de Francfort (graphique 8).

Graphique 8 : Évolution du nombre d'introductions sur les principales places boursières entre 2002 et 2003



Source : Fininfo

Graphique 7 : Évolution de la volatilité historique en 2003 (20 jours)



En France, les introductions sur Euronext Paris ont été moins nombreuses en 2003 qu'en 2002. Hors fonds indiciels cotés (*Exchange Traded Funds - ETF*) leur nombre s'est élevé à 3 sur les marchés réglementés contre 11 l'année précédente et à 14 sur le Marché libre, contre 23 en 2002 (tableau 4). En particulier, aucune introduction n'a été enregistrée sur le Nouveau marché, ni sur le Second marché⁶.

Sur le segment des ETF, un ralentissement du rythme des introductions a été également perceptible, leur nombre passant de 11 en 2002 à 6 en 2003.

TABEAU 4 : Introductions sur les marchés réglementés et inscriptions sur le Marché libre d'Euronext-Paris (hors ETF et hors transferts de sociétés)

	2000	2001	2002	2003
Premier marché	16	11	2	3
Second marché	16	9	7	0
Nouveau marché	49	9	2	0
TOTAL marchés réglementés	81	29	11	3
Marché libre	55	36	23	14
TOTAL	136	65	34	17

Source : Euronext-Paris

⁶ Les seules introductions intervenues sur le Second marché résultent de transferts du Marché libre.

TABLEAU 5 : Nombre de sociétés cotées sur les marchés réglementés, données de fin d'année

	2002	2003			VARIATION
	TOTAL	TOTAL	DOMESTIQUES	ÉTRANGÈRES	2003/02
Nasdaq	3 649	3 294	2 951	343	-9,7%
NYSE	2 366	2 308	1 842	466	-2,5%
Deutsche Börse	934	866	684	182	-7,3%
Euronext	1 484	1 392	1 047	345	-6,2%
Borsa Italiana	294	279	271	8	-5,1%
Londres	2 824	2 692	2 311	381	-4,7%
Tokyo	2 153	2 206	2 174	32	2,5%

Source : World Federation of Exchanges

En conséquence, compte tenu des radiations enregistrées en 2003, le nombre d'entreprises cotées sur les marchés réglementés a continué de décroître l'an passé, Japon excepté (tableau 5)⁷.

En France, la cote comptait ainsi 816 sociétés inscrites sur les marchés réglementés contre 873 en 2002 (tableau 6).

2/b**Le rebond des capitalisations boursières**

Le rebond boursier s'est traduit par une augmentation de la capitalisation boursière sur les principaux marchés malgré la poursuite de la baisse du nombre d'entreprises cotées (tableau 7).

Le rebond de la capitalisation boursière a entraîné une augmentation du ratio « Capitalisation boursière/PIB » dans les principaux pays développés.

La France se situe, en termes d'importance du marché financier, dans une position intermédiaire, largement devant le Japon et l'Allemagne, mais loin derrière le Royaume-Uni et les États-Unis (tableau 8).

TABLEAU 7 : Classement mondial des capitalisations d'actions domestiques à fin 2003 (en milliards de dollars)

RANG	BOURSE	CAPITALISATION	03/02
1	NYSE	11329,0	26%
2	Tokyo	2953,1	43%
3	Nasdaq	2844,2	43%
4	London	2425,8	36%
5	Euronext	2076,4	35%
	dont Euronext-Paris	1356,0	40%
6	Deutsche Börse	1079,0	57%
7	TSX Group	910,2	57%
8	Swiss Exchange	727,1	33%
9	Spanish Exchanges (BME)	726,2	57%
10	Hong Kong	714,6	54%
11	Borsa Italiana	614,8	29%

Source : World Federation of Exchanges

2/c**Des émissions de titres de capital sur Euronext-Paris en hausse mais concentrées sur quelques opérations**

Selon les estimations de *Thomson Financial*, le volume mondial des émissions d'actions (hors titres assimilés cotés) a augmenté de 6 % en 2003, à 220 milliards de dollars dont 79 milliards de dollars aux États-Unis et 52 milliards de dollars en Europe.

A Paris, les émissions de titres de capital sur les marchés réglementés ont connu une forte augmentation en 2003.

TABLEAU 6 : Nombre de sociétés cotées sur Euronext Paris, données de fin d'année

	2000	2001	2002	2003
Premier marché	453	425	395	368
Second marché	354	347	325	312
Nouveau marché	158	164	153	137
TOTAL marchés réglementés	965	936	873	817
Marché libre	218	239	258	254
TOTAL	1183	1175	1131	1071

Source : Euronext-Paris/AMF

TABLEAU 8 : Évolution du ratio «Capitalisation boursière/PIB» (en %)

	1995	1999	2002	2003
Royaume-Uni	98	195	114	148
États-Unis	78	181	106	134
France	35	104	68	93
Japon	81	100	52	74
Allemagne	28	68	35	54

Sources nationales / World Federation of Exchanges

⁷ En France, la plupart des radiations (63 en 2003) ont résulté d'OPRO et, dans une moindre mesure, de liquidations.

Elles se sont élevées sur l'année à près de 23 milliards d'euros (+ 52 % par rapport à 2002), niveau légèrement supérieur à celui atteint en 2000 (tableau 9). À titre de comparaison, les émissions en Europe ont atteint environ 110 milliards d'euros, selon le cabinet Dealogic.

En revanche, le nombre des opérations s'est inscrit en recul de 6 %, entraînant une augmentation de la taille moyenne des opérations.

La hausse globale du montant des émissions masque cependant des disparités selon le type d'opérations. Elle reflète en effet la progression des augmentations de capital en numéraire (+ 30 %), mais surtout l'essor des émissions résultant de l'exercice de bons de souscription d'actions (BSA), lié à l'augmentation de capital de France Télécom, qui représente à elle-seule 68 % du montant global émis en 2003. En revanche, les opérations réservées enregistrent un important recul, alors qu'elles étaient apparues en forte hausse en 2002. Elles ne représentaient plus que 8 % du total des montants émis en 2003.

Une caractéristique des émissions de titres de capital observées en 2003 est leur forte concentration. Les 5 premières opérations représentent ainsi plus de 80 % du montant annuel émis.

Par ailleurs, si le montant des émissions de titres de capital est apparu en nette augmentation sur le Premier marché, il a en revanche fortement chuté sur le Second marché (- 66 %) et s'est inscrit également en recul sur le Nouveau marché (- 12 %) (tableau 10).

Au final, le financement net de l'économie par le marché est apparu positif en 2003 (12,6 milliards d'euros), le montant des rachats d'actions s'étant élevé à près de 10,2 milliards d'euros contre 22,8 milliards d'euros pour les émissions brutes de capital.

TABLEAU 9 : Émissions de titres de capital sur les marchés réglementés d'Euronext-Paris (en millions d'euros)

	2000	2001	2002	2003		
	CUMUL	CUMUL	CUMUL	CUMUL	%VAR	STRUCTURE
MARCHÉS RÉGLEMENTÉS	21 323,7	9 035,9	15 032,2	22 845,7	52%	100%
Augmentation de capital en numéraire	11 508,3	2 938,7	3 204,5	4 159,9	30 %	18%
Réservées aux salariés	3 681,2	2 416,7	3 833,8	1 734,9	-55 %	8%
Autres réservées	1 516,6	75,0	3 833,8	49,0	-99 %	0%
Paiement du dividende en actions	339,6	316,0	972,7	39,8	-65 %	1%
Exercice de bons de souscription	745,0	1 979,9	1 965,4	15 631,7	700 %	69%
Levées d'options	3 532,9	1 309,6	921,1	930,4	1%	4%

Source : Euronext-Paris/AMF

TABLEAU 10 : Émissions de titres de capital par marché (en millions d'euros)

	2000	2001	2002	2003	%
Premier marché	17 420,3	8 119,5	13 824,9	22 331,8	62
Second marché	871,5	406,1	1 010,9	336,2	- 66
Nouveau marché	3 032,0	510,3	196,4	172,7	- 12
TOTAL	21 323,7	9 036,0	15 032,3	22 840,7	52

Source : Euronext-Paris/AMF

2/d
L'évolution des volumes de transactions

Malgré le rebond boursier, les montants échangés sont apparus en baisse sur la plupart des places en 2003 (tableau 11).
À Paris, les transactions sur actions passant par le système central NSC ont reculé de 12 % à 878 milliards d'euros, contre 1 002 milliards d'euros en 2002. La moyenne quotidienne de capitaux

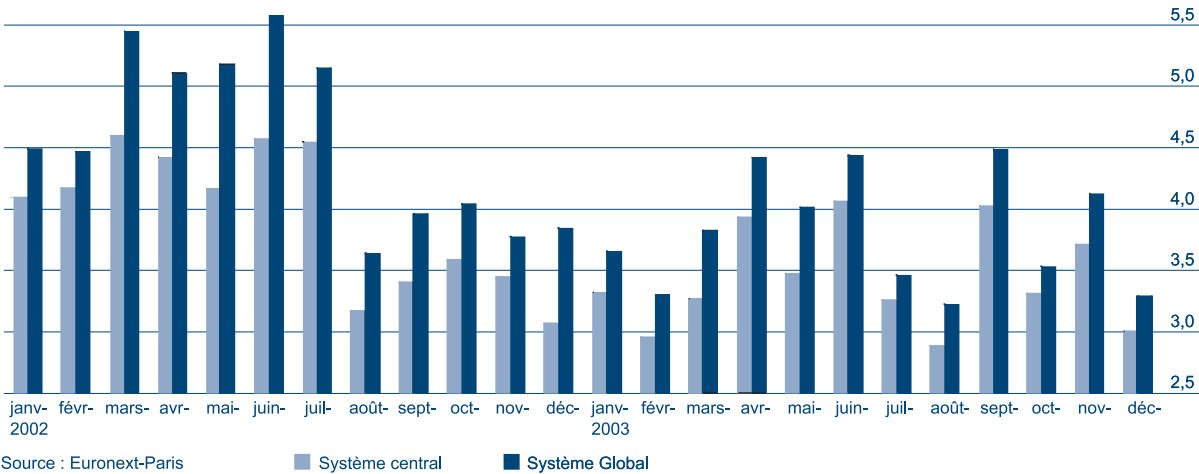
échangés s'est élevée à 3,8 milliards d'euros mais présente un profil d'évolution relativement contrasté sur l'année, le nombre d'échanges quotidiens passant de 4,4 milliards d'euros en avril à 3,3 milliards d'euros en décembre (graphique 9).
Contrairement à 2002 et à la différence des autres marchés européens, le marché des OPCVM indiciels cotés (ETF) est l'un des segments dont l'activité a le plus fortement baissé en 2003.

TABLEAU 11 : Volumes de transactions en 2003 (milliards d'euros)⁸

	2002		2003		VARIATION 03/02	
	SYST. GLOBAUX	SYST. CENTRAUX	SYST. GLOBAUX	SYST. CENTRAUX	SYST. GLOBAUX	SYST. CENTRAUX
NYSE		11 015,7		8506,3		-22,8%
NASDAQ	7 709,2		5920,5		-23,2%	
Tokyo		1 573,7		1858,7		18,1%
Londres	4 227,0		3273,4		-22,6%	
Euronext		1 574,3		1359,4		-13,7%
Deutsche Börse		876,2		833,0		-4,9%
Swiss Exchange	650,8		541,6		-16,8%	
Spanish Exchange (BME)	628,9		820,5		30,5%	
Italian Exchange		688,8		667,0		-3,2%

Source : IEM Finance

Graphique 9 : Évolution des volumes de transactions quotidiens sur Euronext-Paris (en milliards d'euros)



Source : Euronext-Paris

■ Système central ■ Système Global

8 Les statistiques de transactions doivent être comparées avec prudence, car les marchés n'ont jamais pu les harmoniser. Les statistiques d'activité des bourses de valeurs peuvent être présentées selon deux approches : Systèmes centraux : la première, dite «Trading System View», recense les opérations issues directement et exclusivement d'un système de négociation (ou d'un marché à la criée) ; Systèmes globaux : la seconde, dite «Regulated Environment View» comptabilise les opérations issues soit des déclarations effectuées par les intermédiaires auprès d'une autorité de marché, soit des opérations de dénouement réalisées par les différentes filières.

Les échanges quotidiens sont passés en moyenne de 138 à 90 millions d'euros entre 2002 et 2003, retrouvant ainsi leur niveau de 2001 (graphique 10). Sur l'année, le total des montants échangés s'est élevé à plus de 18 milliards d'euros échangés contre 31,6 milliards en 2002. La bonne tenue des marchés d'actions a eu un impact très positif sur le marché des bons d'options (*warrants*), dont plus de 90 % portent toujours sur des options d'achat: les volumes de transactions sur les bons d'option sont apparus en hausse de 25 % en 2003.

2/e

Les fusions et acquisitions : la fin de la chute ?

Le mouvement baissier observé depuis 2000 sur les opérations de fusions et acquisitions s'est interrompu en 2003 (graphique 11). Le montant des fusions/acquisitions a atteint, à l'échelle mondiale, en 2003

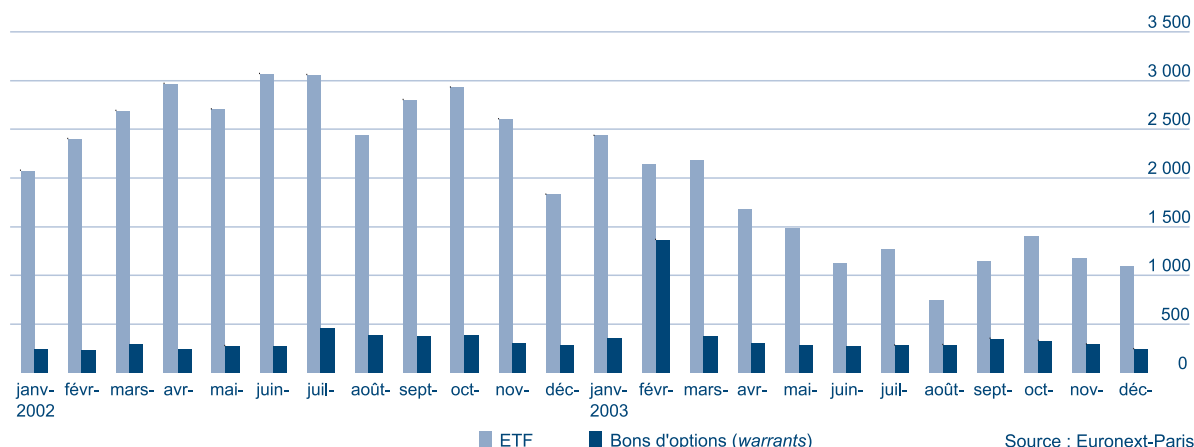
un montant de 1 200 milliards de dollars, soit une hausse de 5 % par rapport à l'année 2002. Ce niveau reste néanmoins largement en deçà du niveau record enregistré en 2000 (2 900 milliards de dollars).

Le nombre d'opérations menées à terme au niveau mondial est également en légère augmentation (+ 4 %), passant de 18 080 à 18 876 opérations entre 2002 et 2003.

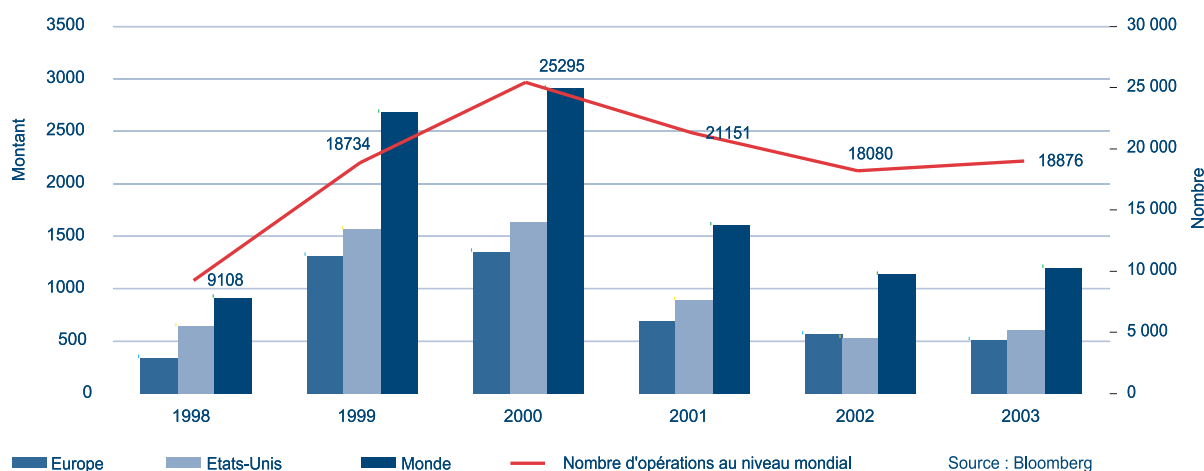
Cette stabilisation du mouvement de fusions et acquisitions au niveau mondial ne touche pas de la même manière les secteurs d'activité ni les zones géographiques.

D'un point de vue géographique, le volume des opérations a progressé de 14 % aux États-Unis à 606 milliards de dollars alors qu'il est apparu en net repli en Europe (- 9,8 %) avec 510 milliards de dollars négociés. En 2003, l'Europe représentait 42,5 % du marché mondial contre 50,4 % pour les États-Unis.

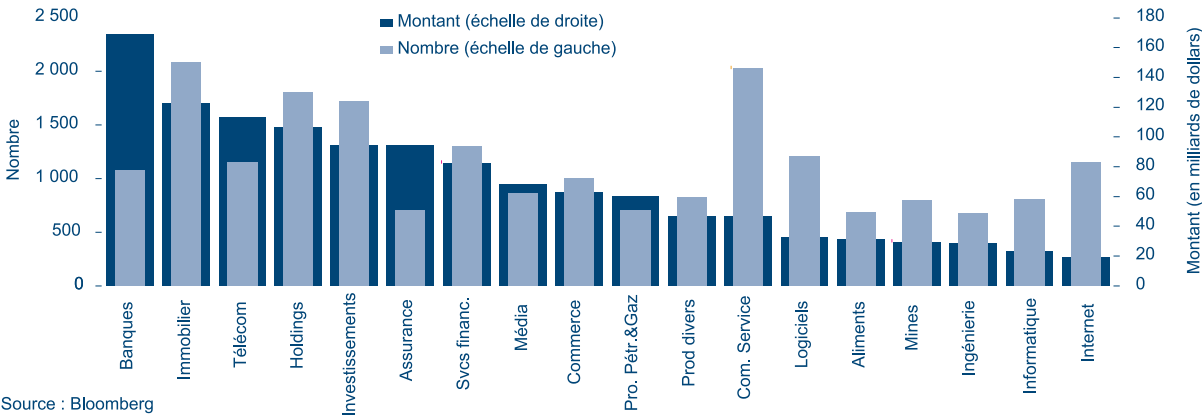
Graphique 10 : Évolution des volumes de transactions sur OPCVM indiciels cotés - ETF - et bons d'option - *warrants* - sur Euronext-Paris (en millions d'euros)



Graphique 11 : Nombre et montant (en milliards de dollars) des fusions et acquisitions



Graphique 12 : Nombre et montant (en milliards de dollars) des fusions et acquisitions au niveau mondial selon les secteurs



Source : Bloomberg

Sur le plan sectoriel et au niveau mondial, les banques, l'immobilier et les télécommunications sont de très loin les premiers secteurs d'activité concernés en termes de montants négociés (graphique 12). Ces secteurs ont totalisé respectivement 166,8 milliards de dollars, 120 milliards de dollars et 112 milliards de dollars contre moins d'une centaine de milliards pour le secteur des assurances, comme pour celui des services financiers. En France, les offres publiques se sont avérées moins nombreuses en 2003 qu'en 2001 et 2002 (69 contre respectivement 95 et 87) et leur montant a diminué de 10 %. Ces données masquent des disparités selon la nature des opérations de rapprochement :

- l'offre publique la plus importante (et la 3^{ème} opération de l'année au niveau mondial - tableau 12) est l'OPA/OPE

du Crédit Agricole sur le Crédit Lyonnais pour un montant de plus de 4 milliards d'euros¹⁰, suivie de loin par l'OPA/OPE de Origny Naples SAS sur Beghin Say pour près de 396 millions d'euros.

- Si les offres simplifiées ou normales et les offres publiques par garantie de cours ont fortement diminué, passant de 38 à 24 en nombre, les montants offerts n'ont finalement baissé que de 9 % grâce à l'opération Crédit Lyonnais/Crédit Agricole. De fait, la taille moyenne unitaire des opérations est restée quasiment stable, passant de 239 millions d'euros à 235 millions d'euros.
- En revanche, le nombre d'OPE est passé de 3 à 6 entre 2002 et 2003 (contre 14 en 2001).
- Le montant des offres publiques de rachat est en baisse de 57 % malgré une hausse du nombre d'opérations de 4 à 9.

TABLEAU 12 : Les dix opérations réalisées en 2003 les plus importantes au niveau mondial (en milliards de dollars)

DATE ANNONCE	DATE FIN	CIBLE / NATIONALITÉ	ACQUÉREUR / NATIONALITÉ	MONTANT
juil-02	avr-03	PHARMACIA CORP/ États-Unis	PFIZER INC/États-Unis	64 263,9
mars-03	août-03	TELECOM ITALIA SPA/OLD/ Italie	TELECOM ITALIA SPA/ Italie	28 023,0
déc-02	juin-03	CRÉDIT LYONNAIS SA/France	CRÉDIT AGRICOLE SA/France	16 636,6
juin-03	août-03	RESONA HOLDINGS INC/ Japon	État/Japon	16 635,4
nov-02	mars-03	HOUSEHOLD INTL INC/ États-Unis	HSBC HOLDINGS PLC/Royaume-Uni	15 511,2
avr-03	oct-03	SIBNEFT/Royaume-Uni	YUKOS/Royaume-Uni	10 519,9
mai-03	juin-03	D/S 1912/Danemark	A P MOLLER - MAERSK A/S/Danemark	9 177,8
mars-02	mars-03	SONERA OYJ/Finlande	TELIASONERA AB/Suisse	8 649,2
déc-01	avr-03	CARNIVAL PLC/Royaume-Uni	CARNIVAL CORP/États-Unis	8 168,4
nov-02	févr-03	AUTOSTRADA SPA/OLD/Italie	AUTOSTRADA SPA/Italie	7 627,6
sept-01	janv-03	AMERICAN WATER WORKS CO INC/ États-Unis	RWE AG/Allemagne	7 495,5

Source : Bloomberg

9
Sont comptabilisées les opérations dont les résultats ont été publiés en 2003.

10
La méthodologie traditionnelle, retenue dans les statistiques de la COB, ne valorise pas les offres publiques par échange de titres. Néanmoins, pour permettre des comparaisons internationales, les diffuseurs d'informations les valorisent au premier cours coté, soit 12 milliards d'euros dans le cas de l'OPA/OPE de Crédit Agricole/ Crédit Lyonnais.

B

Les marchés obligataires

1

Le rebond boursier a réduit l'attrait pour les emprunts souverains à partir du printemps

Après avoir joué le rôle de valeur refuge en 2001 et 2002 dans un contexte marqué par l'effondrement des marchés d'actions, le ralentissement de la croissance mondiale et l'assouplissement des politiques monétaires, le marché des emprunts d'État a finalement bien résisté en 2003 au rebond boursier et à la reprise économique. Pour autant, les évolutions intra-annuelles sont extrêmement contrastées (graphique 13). Sur la première moitié de l'année, dans un contexte de poursuite de la correction boursière et de l'adoption de politiques monétaires très accommodantes, les marchés obligataires ont joué le rôle de valeur refuge et ont ainsi bénéficié d'un mouvement de recherche de la qualité et de la sécurité (*flight to quality and to security*). Les rendements des emprunts d'État se sont nettement détendus pour atteindre à la mi-juin des niveaux historiquement faibles, de l'ordre de 3 % pour le T-Bond 10 ans. Dans un second temps, un brutal mouvement de correction s'est amorcé au cours de l'été avec l'amélioration du climat conjoncturel et les anticipations de resserrement monétaire, avant que les taux ne se stabilisent fin décembre à leur niveau du début d'année, autour de 4,20 %.

Contrairement à la volatilité des marchés d'actions, la volatilité sur les marchés obligataires est demeurée élevée en 2003, notamment au premier trimestre, durant lequel la phase de correction boursière s'est poursuivie (graphique 14). En fait, les marchés obligataires ont connu une succession de pics de volatilité jusqu'à l'été, notamment sous l'influence de l'action des banques centrales avec, plus précisément, au-delà des baisses de taux directeurs, le discours tenu par la Fed sur la possibilité d'un recours à des instruments non-conventionnels de politique monétaire (via l'achat d'obligations d'État). Au second semestre, la volatilité obligataire s'est repliée tout en restant à des niveaux élevés.

2

Un rebond marqué sur le marché du crédit

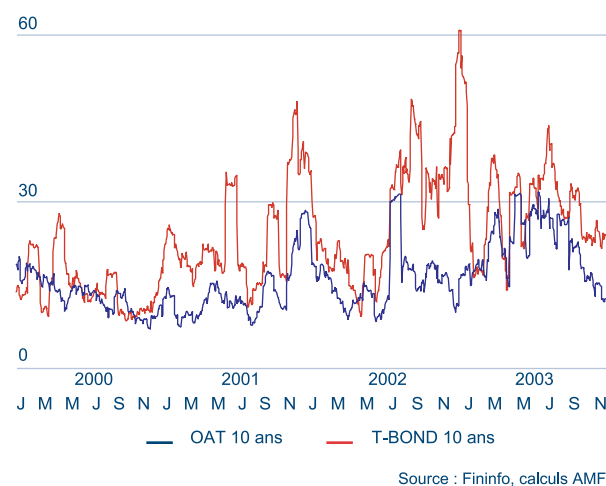
Le secteur des entreprises a bénéficié des conditions favorables du marché obligataire mais également d'un fort resserrement des *spreads* de crédit (graphique 15).

Trois raisons essentielles expliquent ce dernier mouvement amorcé au quatrième trimestre 2002. En premier lieu, la situation des entreprises s'est améliorée avec notamment une baisse des taux de défaut de paiement, la poursuite des politiques de désendettement et la baisse des charges financières. Selon Moody's, le taux de défaillance des émetteurs de la catégorie spéculative (notes inférieures à BBB ou Baa3) a fortement reculé, passant de 8,4 % en 2002 à 5,2 % en 2003. Ce recul est encore beaucoup plus prononcé sur les seules émissions en dollars (qui représentent 80 % des émissions) avec un taux de 5,5 % en 2003, contre 21 % en 2002.

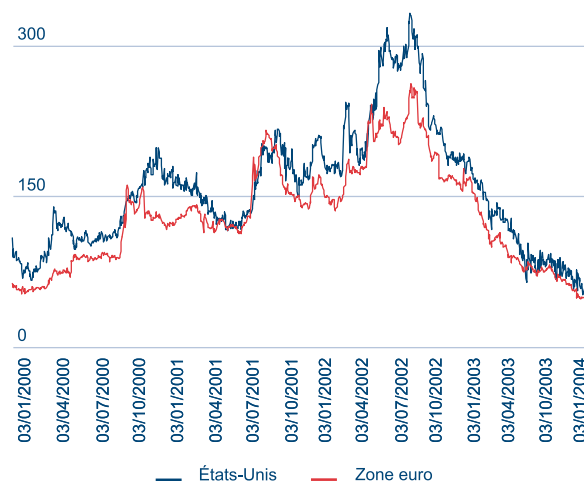
Graphique 13 : Des évolutions des rendements intra-annuelles très contrastées sur les marchés des emprunts d'État



Graphique 14 : La volatilité sur les marchés obligataires est restée à des niveaux élevés en 2003



Graphique 15 : Spreads BBB contre taux Swap 10 ans



L'agence de notation a recensé 77 défaillances en 2003 dans le monde pour un total de 33,5 milliards de dollars, à comparer à 141 émetteurs défaillants l'année précédente pour un total de 163 milliards de dollars. Par ailleurs, dans un contexte de poursuite de la correction boursière jusqu'au printemps, la recherche de meilleurs rendements, notamment par les investisseurs institutionnels, a favorisé un report massif de liquidités vers les marchés des obligations et spécialement de celles émises par les sociétés privées. Enfin, ces derniers ont également bénéficié sur le restant de l'année de la baisse de la volatilité sur les marchés d'actions.

2/a

Un volume record des émissions obligataires

Les résultats préliminaires de l'enquête annuelle du cabinet Dealogic font apparaître un bond de 21 % des émissions obligataires mondiales en 2003. Elles auraient atteint le montant record de 4 930 milliards de dollars, chiffre qui englobe les émissions souveraines, celles des entreprises et des émetteurs supranationaux. Le seul marché des obligations privées a progressé de 29 % à 1 330 milliards de dollars, tandis que le compartiment des émissions à hauts rendements (*high yield*) doublait, à 171,7 milliards de dollars.

En termes de répartition géographique, les émissions européennes sont apparues les plus dynamiques avec une hausse de 43 %, contre 13 % aux États-Unis. Ces derniers restent cependant le premier

marché en volume avec 3 000 milliards de dollars de capitaux levés en 2003, contre 1 560 milliards en Europe.

En comparaison, les émissions dans la zone Asie-Pacifique restent marginales avec un volume global de 300 milliards de dollars en 2003.

En Europe, les entreprises non financières ont émis environ 150 milliards d'euros, environ 30 % de plus qu'en 2002. Les émetteurs classés en catégorie « investissement » (ceux notés au moins BBB- par les agences de notation) ont réalisé environ 90 % de ces opérations, le reste étant à mettre à l'actif des signatures "spéculatives".

Le marché a été dominé par le secteur automobile avec près de 45 milliards d'euros de nouvelles émissions, suivi du secteur des télécommunications avec 25 milliards d'euros environ.

En France, les entreprises ont augmenté leurs émissions de 46 % en valeur en 2003 par rapport à 2002 (tableau 13). Dans un contexte de marchés boursiers déprimés, les émissions convertibles ont été particulièrement attractives (+63 %).

Les émissions d'obligations traditionnelles restent, en termes d'encours, le premier type de titres de créance émis à Paris par les sociétés (40%) suivies par les obligations convertibles en actions (25 %), viennent ensuite les obligations foncières (20%).

TABLEAU 13 : Nombre et montant des émissions d'obligations privées en 2003 (en millions d'euros)

	2002		2003			Var. 03/02
	MONTANT	NOMBRE	MONTANT	STRUCTURE	NOMBRE	
EMPRUNTS OBLIGATAIRES	12 240,3	27	22 258,8	40,1 %	48	81,8 %
OBLIGATIONS OU TITRES SUBORDONNÉS POUVANT DONNER ACCÈS AU CAPITAL	8 544,1	22	13 921,1	25,1 %	27	62,9 %
- dont OCEANE	5951,4	12	5 062,3	9,1 %	11	- 14,9 %
- dont ORA	1 000,9	2	65,6	0,1 %	4	-93,4 %
- dont ORAN	1 502,8	2	1 405,6	2,5 %	1	- 6,5 %
- dont OBSAREM	50,1	3	103,1	0,2 %	4	105,7 %
- dont Titres subordonnés remboursables en action			6 372,9	11,5 %	2	
- dont OCA	7,0	2	9,1	0 %	3	29,6 %
TITRES SUBORDONNÉS	4 398,0	28	4 600,8	8,3 %	19	4,6 %
OBLIGATIONS ET TITRES À PRIX DE REMBOURSEMENT INDEXÉ DONT	2 454,5	30	3 376,6	6,1 %	31	37,6 %
- sur un indice	640,3	11	25,0	0,1 %	1	- 96,1 %
- sur le cours d'une action	152,6	12				
- sur un taux (inflation ou intérêt)	1 661,6	7	3 351,6	6,0 %	30	101,7 %
OBLIGATIONS FONCIÈRES	10 428,9	25	11 374,18	20,5 %	20	9,1 %
TOTAL	38 065,7	132	55 531,4	100 %	145	45,9 %

Source : AMF - Banque de France

2/b

Des volumes de transactions en baisse

Sur le marché secondaire, les transactions se sont globalement infléchies. Sur l'ensemble de l'année 2003, les transactions passant par le système central NSC ont reculé de 10 % à 6,3 milliards d'euros. S'agissant plus particulièrement des obligations privées, les transactions sur obligations convertibles ont chuté de 25 % pour un montant de 1,85 milliards d'euros (graphique 16).

Sur les marchés de gré à gré qui concentrent plus de 95 % des montant échangés sur titres de créance, l'évolution du marché secondaire s'est avérée similaire à celle des marchés réglementés : les transactions de gré à gré ont reculé de 7,5 % revenant de 180 milliards d'euros en 2002 à 166 milliards d'euros en 2003 (graphique 17).

C

L'activité sur les marchés de produits dérivés est restée dynamique en 2003

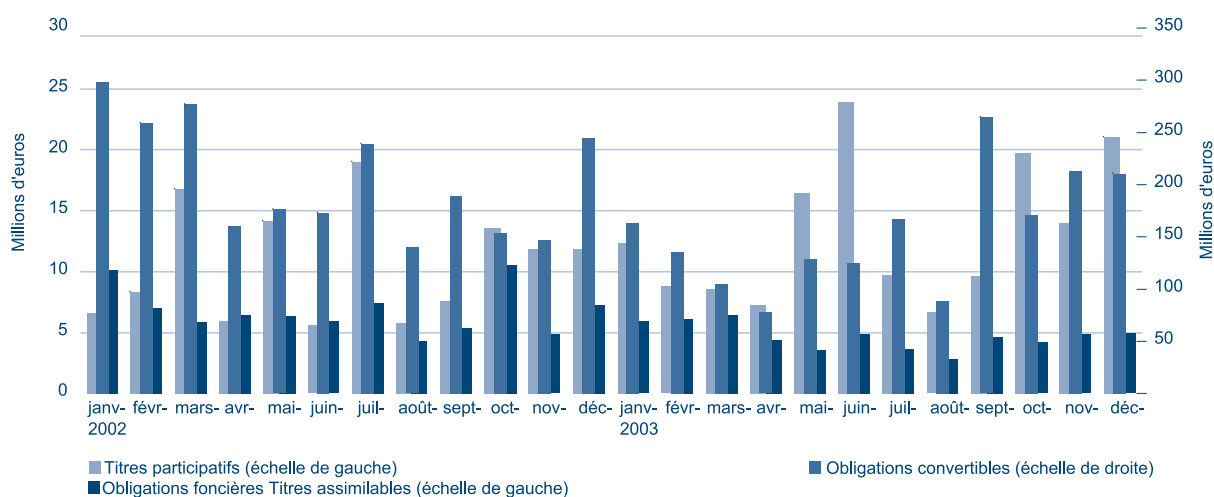
À l'exception d'Euronext Liffe, les principaux marchés de produits dérivés ont enregistré une augmentation significative du nombre de contrats échangés en 2003 (tableau 14).

TABEAU 14 : Nombre de contrats échangés sur les principaux marchés de produits dérivés (en millions de lots)

	2002	2003	VAR 03/02
Eurex	801	1014	26,6%
Euronext-Liffe	697	695	-0,3%
CME ¹¹	557	640	14,9%
CBOT ¹²	342	454	32,7%
CBOE ¹³	253	283	11,9%

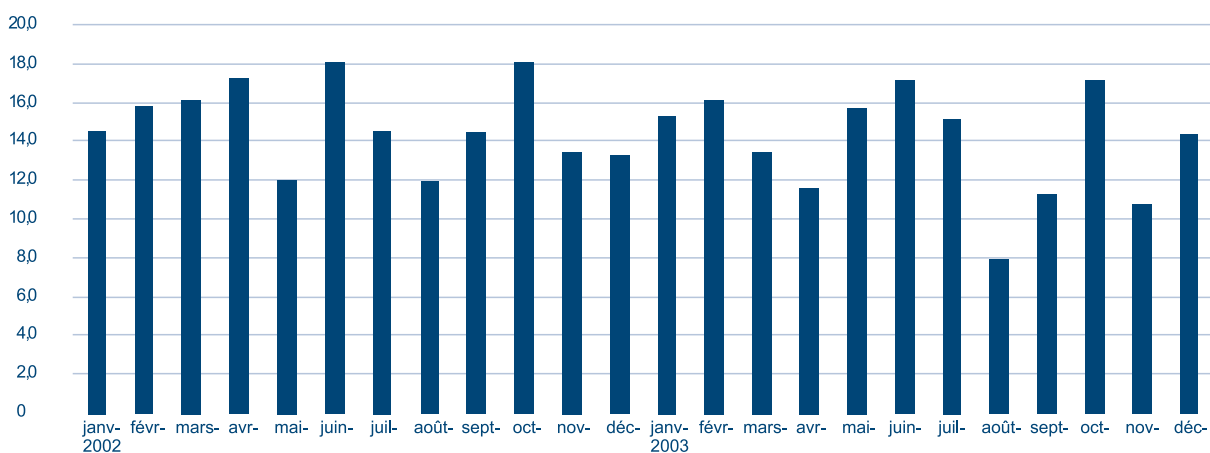
Sources nationales

Graphique 16 : Transactions sur les titres de créance en 2003 sur Euronext-Paris (en millions d'euros)



Source : Euronext-Paris

Graphique 17 : Transactions sur les titres de créance en 2003 - marché gré à gré (en milliards d'euros)



Volumes mensuels des titres obligataires émis par un agent privé échangés sur le marché de gré à gré

Source : AMF

¹¹ CME :
Chicago
Mercantile
Exchange ;

¹² CBOT :
Chicago
Board of Trade ;

¹³ CBOE :
Chicago Board
Options Exchange.

Le nombre de contrats échangés sur les marchés américains (CME, CBOT et CBOE) s'est ainsi élevé à 1 377 millions de lots, en hausse de près de 20 %, contre 801 millions de lots pour le marché, à terme germano-suisse Eurex (+ 26,6 %) et 695 millions pour Euronext-Liffe (- 0,3 %), ces marchés représentant à eux seuls la quasi-totalité du marché mondial.

Les marchés américains conservent ainsi leur place de leader sur les marchés dérivés mondiaux avec environ 45 % des parts de marché en 2003, suivis par les marchés européens Eurex et Euronext Liffe qui se partagent respectivement 33 % et 22 % du marché mondial.

En termes de parts de marché individuelles, Eurex conforte sa position de leader mondial avec environ 33 % du marché contre 23 % pour Euronext Liffe et 15 % pour le CME.

L'activité sur les produits dérivés sur Euronext-Liffe a enregistré un léger tassement en 2003, avec 695 millions de contrats noués contre 697 millions en 2002. Cette évolution s'explique par la forte contraction des transactions sur les dérivés actions (- 24 % soit 245 millions de contrats), elle-même liée à la réduction de la volatilité des actions à partir du printemps (tableau 15).

A contrario, les produits dérivés sur taux d'intérêt et sur les matières premières ont connu un véritable essor. Sur les produits de taux, les volumes ont ainsi bondi de 38 % pour représenter désormais 40 % du total des contrats négociés (contre 29 % en 2002).

TABLEAU 15 : Nombre de contrats échangés sur Euronext-Liffe (en millions de lots)

	CUMUL 2002	CUMUL 2003	VAR 03/02
TOTAL MARCHÉ	697	695	-0,3%
ACTIONS INDIVIDUELLES	331,2	251,7	-24,0%
Contrats à terme fermes	7,6	7	-7,9%
Options	323,6	244,7	-24,4%
DÉRIVÉS SUR INDICES	160,2	160,7	0,3%
Contrats à terme fermes	51,9	56,7	9,2%
CAC40	26,4	29,3	11,0%
FTSE 100	17,2	20,3	18,0%
AEX	4,2	5,2	23,8%
Options	108,3	104	-4,0%
CAC40	84,3	73,7	-12,6
FTSE 100	13,3	14,6	9,8%
DÉRIVÉS SUR TAUX	199	275,8	38,6%
Contrats à terme fermes	145	185,1	27,7%
Options	42,7	77,8	82,2%

Source : Euronext-Liffe

2 L'ÉVOLUTION DE LA RÉGLEMENTATION DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

Le tableau ci-après (tableau 16) présente l'ensemble des modifications apportées au cours de l'année 2003 aux textes de la COB et du CMF régissant l'ensemble des activités financières. Les évolutions des marchés financiers et des activités post-marché seront détaillées dans le présent chapitre. Les autres évolutions concernant l'international, les opérations financières et les intermédiaires financiers seront décrites dans les chapitres suivants consacrés à chacun de ces sujets.

A Le règlement général du CMF et les textes d'application

1 Les systèmes multilatéraux de négociation

Un arrêté du ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie du 25 juillet 2003 a homologué une modification des articles 2-1-4 et 4-1-33 du règlement général du CMF. La modification de l'article 2-1-4 a pour objet d'étendre la définition du service d'exécution d'ordres pour compte de tiers à la gestion de systèmes multilatéraux de négociation. La définition de ces systèmes reprend celle des « *Standards for Alternative Trading Systems (ATSS)* » adoptée par le Comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières (CESR) en 2002. Le dernier alinéa de l'article 4-1-33 du règlement général a également été modifié à la marge.

La décision n° 2003-02 du CMF du 1^{er} octobre 2003 relative aux systèmes multilatéraux de négociation a pour objet de transposer les « *Standards for ATSS* » du CESR. Elle traite successivement :

- des obligations de notification auxquelles sont soumis les prestataires gérant un système multilatéral de négociation ;
- du fonctionnement ordonné des négociations et de l'intégrité du marché ;
- de la communication des informations de marché aux participants du système ;
- de la publication de ces informations ;
- de la surveillance des participants par le prestataire gérant le système ;
- de la déclaration des données relatives aux transactions ;
- de la conservation de ces données ;
- des exigences liées au système informatique utilisé ;
- de la compensation et du règlement-livraison ;
- enfin des règles de conduite spécifiques applicables aux prestataires gérant un système multilatéral.

TABLEAU 16 : Tableau des textes COB, CMF et AMF publiés en 2003

TEXTES DE LA COB	TEXTES DU CMF
Arrêté du 11 mars 2003 portant homologation du règlement n° 2003-04, modifiant le règlement n° 94-01 relatif aux fonds communs de créance Instruction de mai 2003 prise en application du règlement n° 94-01 modifié relatif aux fonds communs de créance Arrêté du 19 mai 2003 portant homologation du règlement n° 2003-01, modifiant le règlement n° 2002-04 relatif aux offres publiques d'acquisition portant sur des instruments financiers négociés sur un marché réglementé Arrêté du 19 mai 2003 portant homologation du règlement n° 2003-02, modifiant les règlements n° 95-01, n° 98-01, n° 98-02, n° 98-08 et n° 2002-04 (publicité des documents visés par la COB) Arrêté du 19 mai 2003 portant homologation du règlement n° 2003-03, modifiant les règlements n° 95-01, n° 98-01, n° 98-08 et n° 2002-04 (harmonisations rédactionnelles) Instruction du 17 juin 2003 relative aux OPCVM d'épargne salariale prise en application du règlement n° 89-02 Août 2003 modifications des instructions prises en application des règlements n° 95-01, n° 98-01, n° 98-08 et n° 2002-04 (informations complémentaires dans les prospectus) Instruction d'octobre 2003 prise en application du règlement n° 98-02 relatif à l'information à diffuser à l'occasion de programmes de rachats de titres de capital admis aux négociations sur un marché réglementé Instruction de novembre 2003 relative au prospectus complet des organismes de placement collectif en valeurs mobilières prise en application du règlement n° 98-02 Recommandation COB n° 2003-01 relative à la transmission d'informations privilégiées préalablement à des opérations de cession de participations significatives dans des sociétés cotées sur un marché réglementé («procédures dites de data room») Arrêté du 27 octobre 2003 portant homologation du règlement n° 2003-06 modifiant le règlement COB n° 98-02 relatif à l'information à diffuser à l'occasion de programmes de rachats de titres de capital admis aux négociations sur un marché réglementé Arrêté du 21 novembre 2003 portant homologation du règlement n° 2003-08 modifiant le règlement n° 89-02 relatif aux OPCVM Arrêté du 21 novembre 2003 portant homologation du règlement n° 2003-07 modifiant le règlement n° 96-03 relatif aux règles de bonne conduite applicables aux prestataires exerçant une activité de gestion de portefeuille pour le compte de tiers Arrêté du 21 novembre 2003 portant homologation du règlement n° 2003-05 relatif aux sociétés d'épargne forestière Instruction de novembre 2003 relative aux sociétés d'épargne forestière prise en application du règlement n° 2003-05	Décision d'approbation du 19 mars 2003 relative aux règles de marché de la Bourse de Paris, du Nouveau marché, du Matif et du Monep Décision d'approbation du 19 mars 2003 relative aux règles de fonctionnement de la Banque centrale de compensation (Clearnet) Arrêté du 18 mars 2003 portant homologation de l'article 1er-1-8-1 du règlement général du CMF (institution de formations spécialisées) Décision générale n° 2003-01 relative aux bordereaux de références nominatives Arrêté du 31 mars 2003 portant nomination à la formation spécialisée du CMF chargée des questions relatives au fonctionnement des marchés Décision d'approbation du 9 juillet 2003 relative aux règles de fonctionnement de la Banque centrale de compensation (Clearnet) Décision d'approbation du 9 juillet 2003 relative aux règles de marché du Nouveau marché Décision d'approbation du 23 juillet 2003 relative aux règles de marché du Nouveau marché Décision d'approbation du 23 juillet 2003 relative aux règles de fonctionnement du système de règlement et de livraison d'instruments financiers Relit Grande Vitesse 2 (RGV2) Décision d'approbation du 23 juillet 2003 relative aux règles de fonctionnement d'Euroclear France en tant que dépositaire central Arrêté du 25 juillet 2003 portant homologation de modifications des articles 2-1-4 et 4-1-33 du règlement général du CMF (exécution d'ordres pour compte de tiers/transaction sur actions) Décision d'approbation du 17 septembre et du 5 novembre 2003 relative aux règles de fonctionnement de la Banque centrale de compensation (Clearnet) Décision générale n° 2003-02 relative aux systèmes multilatéraux de négociation Arrêté du 25 septembre 2003 portant désignation d'un commissaire du Gouvernement suppléant auprès du Conseil des marchés financiers Décision d'approbation du 15 octobre 2003 relative aux règles de marché de la Bourse de Paris, du Nouveau marché, du Matif et du Monep Décision d'approbation du 15 octobre 2003 relative aux règles de fonctionnement de la Banque centrale de compensation (Clearnet)
TEXTES DE L'AMF	
Décision d'approbation du 9 décembre 2003 relative aux règles de marché de la Bourse de Paris, du Nouveau marché, du Matif et du Monep	

2 Les bordereaux de références nominatives

L'article L. 431-1 du code monétaire et financier dispose qu'à l'occasion d'un certain nombre d'opérations concernant les instruments financiers revêtant la forme nominative, par exemple des négociations ou des cessions, les intermédiaires habilités par lesquels transitent ces opérations doivent établir des bordereaux de références nominatives. Ceux-ci sont adressés aux personnes morales émettrices des titres en cause, par l'intermédiaire du dépositaire central, et contiennent les informations dont ces personnes morales ont besoin du fait de la forme nominative des instruments en jeu. L'article L. 431-1 précise que le bordereau de références nominatives *"indique les éléments d'identification du donneur d'ordre, la nature juridique de ses droits, et les restrictions dont l'instrument financier peut être frappé et porte un code permettant de déterminer l'opération à laquelle il se rattache"*. L'article précise que *"le règlement général de l'Autorité des marchés financiers (du Conseil des marchés financiers avant la constitution de l'AMF) détermine les modalités et les délais de circulation du bordereau de références nominatives entre l'intermédiaire habilité, le dépositaire central et la personne morale émettrice"*.

En application des dispositions de l'article L. 431-1 du code monétaire et financier, le Conseil des marchés financiers a adopté, le 15 avril 2003, sa décision n° 2003-01 relative aux bordereaux de références nominatives. L'article 6-3-19 modifié en mai 2002 du règlement général du Conseil dispose que *"tout bordereau de références nominatives est matérialisé par un ensemble de données informatisées, établies conformément aux normes fixées par une décision du Conseil et destinées à être télétransmises"*. L'article 6-3-22 dispose que cette décision *"précise les délais d'établissement et de circulation des bordereaux de références nominatives rejetés par une personne morale émettrice et établis à l'occasion d'opérations autres que celles mentionnées aux articles 6-3-20 et 6-3-21"*.

La décision n° 2003-01 renvoie aux règles de fonctionnement des dépositaires centraux et des gestionnaires de systèmes de règlement-livraison d'instruments financiers et à leurs instructions le soin d'établir les normes techniques auxquelles doivent répondre les bordereaux de références nominatives.

Elle fixe les délais prévus à l'article 6-3-22 du règlement général. Elle renvoie également aux règles et instructions des dépositaires centraux et des gestionnaires de systèmes de règlement-livraison le soin de fixer le régime des pénalités auxquelles sont soumis les teneurs de compte-conservateurs et les personnes morales émettrices quand ils ne respectent pas les délais prévus par le règlement général ou la décision. Elle prévoit, compte tenu des incidences importantes de la détermination de nouveaux délais sur les systèmes de traitement des intermédiaires et des émetteurs, que les règles et instructions mentionnées ci-dessus peuvent établir une période de transition permettant d'aménager progressivement ces nouveaux délais. En accord avec Euroclear France, le dépositaire central et le gestionnaire de systèmes de règlement et de livraison d'instruments financiers concerné, cette période de transition doit s'achever fin 2004.

3 Le fonctionnement du CMF

Un arrêté du ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie du 18 mars 2003 a homologué une modification de l'article 1-1-8 du règlement général du CMF créant une nouvelle formation spécialisée du Conseil chargée des questions relatives au fonctionnement des marchés¹⁴.

B

L'approbation des modifications apportées aux règles des marchés réglementés, de la chambre de compensation, de fonctionnement des systèmes de règlement et de livraison de titres

1 L'approbation des règles des marchés réglementés

Les marchés réglementés français sont au nombre de quatre :

- deux marchés de titres :
la Bourse de Paris et le Nouveau marché ;
- deux marchés de produits dérivés :
le MATIF et le MONEP.

Ces quatre marchés sont gérés par un opérateur (« entreprise de marché ») unique, Euronext Paris. Le groupe Euronext rassemble, depuis septembre 2000, les marchés français, belges et néerlandais, auxquels se sont joints en janvier 2002 les marchés de titres et dérivés portugais ainsi que le LIFFE, marché de produits dérivés britannique. L'intégration de ces différents marchés au sein d'Euronext s'effectue par étapes, tant du point de vue technique (systèmes de négociation et de compensation notamment) que du point de vue des règles de fonctionnement. La partie harmonisée des règles d'Euronext (livre I) se développe ainsi progressivement, tandis que les dispositions particulières à chaque marché national (livre II) se réduisent. Conformément au *Memorandum of Understanding* conclu entre les régulateurs des marchés d'Euronext¹⁵, ces modifications des règles sont soumises à l'approbation préalable des régulateurs concernés, qui se réunissent régulièrement au sein de comités.

En 2003, conformément à la loi française, le CMF et, à partir du 24 novembre, l'AMF ont approuvé les modifications suivantes des règles de fonctionnement de ces marchés réglementés :

1/a

Le 19 mars 2003, le Conseil des marchés financiers a approuvé une refonte complète des livres I et II des règles des marchés réglementés gérés par Euronext Paris (Bourse de Paris, Nouveau marché, MATIF et MONEP), liée à l'extension de ces règles aux marchés dérivés. Les dispositions du livre I (règles harmonisées) ont ainsi été complétées ou modifiées sur de nombreux points pour y inclure les règles applicables aux marchés dérivés (accès des membres, règles de négociation...). Le reliquat des règles du MATIF et du MONEP a été incorporé dans le livre II (dispositions applicables aux marchés réglementés français).

¹⁴ Voir *infra*, page 33

¹⁵ MOU signé en mai 2000, voir Rapport annuel de la COB 2000 page 19.

1/b

Le 23 juillet 2003, le Conseil a approuvé des modifications des règles du Nouveau marché (dispositions du livre II des règles d'Euronext applicables aux marchés réglementés français). Ces modifications ont principalement consisté à renforcer les conditions d'admission des instruments financiers sur le Nouveau marché (exigence de résultat bénéficiaire, publication de comptes trimestriels), à modifier les engagements des introducteurs-teneurs de marché et les obligations de conservation de leurs titres par les actionnaires, et à créer un «compartiment spécial» destiné à regrouper les valeurs qui ne remplissent plus toutes les conditions d'admission sur le Nouveau marché.

1/c

Le 15 octobre 2003, le Conseil a approuvé des modifications ponctuelles du livre I des règles d'Euronext, liées à la migration du marché au comptant portugais sur le système de négociation NSC et sur le système de compensation Clearing 21, ainsi qu'à la migration du marché dérivé néerlandais sur Clearing 21. Ces modifications portent principalement sur la compensation, ainsi que les apporteurs de liquidité sur les marchés de titres comme sur les marchés dérivés.

1/d

Le 9 décembre 2003, l'Autorité des marchés financiers a approuvé des modifications ponctuelles du livre I des règles d'Euronext. Ces modifications portent sur les négociations de paniers de titres, la définition des négociations de blocs de titres, les conditions de négociation hors séance de parts d'organismes de placement collectif indiciels, ainsi que la typologie des ordres.

1/e

Le 8 janvier 2004, le l'Autorité des marchés financiers a approuvé des modifications du chapitre 7 du livre I des règles d'Euronext, relatif aux compartiments « *Next Prime* » et « *Next Economy* ». Ces modifications ont consisté essentiellement à supprimer l'exigence de publication de comptes trimestriels pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2004.

1

L'approbation des règles de fonctionnement de CLEARNET¹⁶

2/a

Le 19 mars 2003, à l'occasion de la migration des instruments dérivés belges vers le système de compensation CLEARING 21 (C21), le Conseil des marchés financiers a approuvé les modifications apportées au Titre III des règles de CLEARNET (dispositions applicables à la compensation des instruments financiers belges), au Titre IV (dispositions applicables à la compensation des instruments financiers français), et au Titre V (dispositions applicables à la compensation des transactions exécutées ou appariées sur les systèmes reconnus par CLEARNET). Les modifications apportées au Titre III relevaient pour l'essentiel d'une harmonisation avec le Titre IV du fait de la migration des instruments dérivés belges sur C21. Les modifications apportées au Titre IV relevaient de mises à jour, de corrections ou de précisions de règles existantes.

Les modifications apportées au Titre V relevaient de la duplication de dispositions existantes dans les Titres III et IV relatives aux participants de règlement et aux participants de livraison.

2/b

Le 9 juillet 2003, à l'occasion du transfert vers CLEARNET des activités de compensation sur instruments dérivés et de gré à gré d'EURONEXT LISBONNE, le Conseil des marchés financiers a approuvé le nouveau Titre VI des règles de CLEARNET regroupant l'ensemble des dispositions applicables à la compensation des instruments financiers portugais.

2/c

Les 17 septembre et 5 novembre 2003, à l'occasion de la migration des activités de compensation sur instruments dérivés néerlandais vers le système de compensation C21, le Conseil des marchés financiers a approuvé les modifications apportées aux Titres I à IV des règles de CLEARNET.

Ces modifications relevaient essentiellement de modifications directement liées à la migration (transfert dans le Titre I - Dispositions communes - de définitions ou d'articles provenant des Titres II, III et IV, relatifs aux dispositions applicables à la compensation des instruments financiers néerlandais, belges et français).

2/d

Le 15 octobre 2003, à l'occasion du lancement par CLEARNET d'une activité de compensation sur valeurs mobilières portugaises, le Conseil des marchés financiers a approuvé les modifications apportées au Titre VI des règles de CLEARNET.

Ces modifications ont essentiellement porté (i) sur la mise à jour de l'article 6.2.0.1, qui précisait en substance que le Titre VI s'appliquait désormais quasi intégralement aux instruments dérivés portugais, et (ii) sur l'introduction d'un Chapitre 9, qui s'appliquait aux seules valeurs mobilières portugaises, et qui comportait des dispositions relatives aux marchés compensés par CLEARNET, aux spécificités du règlement-livraison effectué par INTERBOLSA, ainsi qu'à la gestion des défaillances des membres compensateurs.

2/e

Le 23 décembre 2003, à l'occasion de la réalisation du projet de rapprochement de CLEARNET avec la chambre de compensation britannique LONDON CLEARING HOUSE (LCH), lequel avait fait l'objet d'une présentation au Conseil des marchés financiers le 23 juillet 2003, le Collège de l'Autorité des marchés financiers a approuvé la suppression de l'article 1.7.2.4 des règles de CLEARNET. La suppression de cet article visait à informer les membres compensateurs et les tiers de l'extinction de la garantie à première demande émise par le groupe EURONEXT au bénéfice de la chambre de compensation.

¹⁶ Devenue LCH.CLEARNET SA, début 2004 en tant que chambre de compensation et système de règlement et de livraison d'instruments financiers.

3

L'approbation des règles de fonctionnement du système de règlement et de livraison RELIT GRANDE VITESSE 2 (RGV2) opéré par EUROCLEAR FRANCE et des règles de fonctionnement d'EUROCLEAR FRANCE en tant que dépositaire central

3/a

Le 23 juillet 2003, le Conseil des marchés financiers a approuvé les modifications apportées aux règles de fonctionnement du système de règlement et de livraison d'instruments financiers RGV2. Les modifications ont porté sur l'introduction d'un nouvel article 2.6 relatif à la publication de la liste des participants du système RGV2, des codes qui leur sont affectés, ainsi qu'à la possibilité pour ces participants de demander la non-publication de certains de leurs codes, et l'introduction d'un deuxième alinéa à l'article 6.33 relatif aux procédures de rétrogradation-réfection pouvant être mises en œuvre par le système RGV2 dans le cas où le déversement des soldes espèces ferait apparaître une insuffisance de provision sur le compte d'un ou de plusieurs participants dans les livres de la BANQUE DE FRANCE.

3/b

Le 23 juillet 2003, le Conseil des marchés financiers a approuvé les modifications apportées aux règles de fonctionnement d'EUROCLEAR FRANCE en tant que dépositaire central.

Les modifications ont porté sur l'introduction (i) d'un nouvel article 2.9 équivalent au nouvel article 2.6 introduit dans les règles du système RGV2 évoqué au point précédent, et (ii) des articles 6.2, 6.3 et 6.4, relatifs au fonctionnement des comptes de titres nominatifs. Ces modifications visant à rendre les règles du dépositaire central conformes aux dispositions nouvellement introduites dans le règlement général du Conseil des marchés financiers ainsi qu'à la décision du Conseil n° 2003-01 du 15 avril 2003 relatif aux bordereaux de référence nominatives.

C

Les travaux des formations spécialisées du CMF

1

La formation spécialisée pour les activités de conservation, règlement et livraison d'instruments financiers

Cette formation spécialisée s'est réunie le 5 septembre 2003 dans le cadre de la consultation organisée par le Comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières (CESR) et le Système européen des banques centrales (SEBC) sur les standards appelés à s'appliquer aux systèmes de compensation et de règlement-livraison d'instruments financiers de l'Union européenne.

Depuis octobre 2001, le CESR et le SEBC ont en effet constitué un groupe de travail commun sur les processus de règlement et de livraison des titres en Europe. L'objectif de ce groupe est la définition de standards communs en vue d'améliorer la sécurité, la qualité et l'efficacité de ces activités de post-marché.

Ces standards ont vocation à développer et préciser pour les seuls pays de l'Union européenne les recommandations formulées par le rapport CPSS-IOSCO¹⁷ : «Recommandations pour les systèmes de règlement-livraison de titres» publié en novembre 2001.

Les questions auxquelles la formation spécialisée a eu à répondre ont été plus précisément les suivantes :

- 1- La formation estime-t-elle opportun que les travaux entrepris par le CESR et le SEBC continuent à l'avenir à s'inscrire dans la même logique que celle qui a présidé à l'élaboration des projets de standards soumis à consultation ?
- 2- Semble-t-il opportun à la formation que les standards réglementent les teneurs de compte-conservateurs présentant du fait de leur importance un risque systémique ou ayant dans un pays donné de l'Union européenne une position dominante ?
- 3- Semble-t-il opportun à la formation que les dépositaires centraux puissent être conduits à prendre des risques de crédit en participant à une activité de prêts - emprunts de titres ?

Sur le premier point, la formation s'est élevée dans sa majorité contre le fait que la Commission européenne ne précise pas le choix d'un modèle juridique avant que le CESR et le SEBC ne prennent parti. En effet, selon le modèle juridique choisi, les dépositaires centraux, les centrales Euroclear et Clearstream et les teneurs de compte-conservateurs seront ou non susceptibles de fournir des services identiques dans un cadre concurrentiel et seront ou non soumis à une régulation identique à cet égard.

Sur le deuxième point, la formation a estimé dans sa majorité qu'il ne convenait pas que les standards s'adressent aux teneurs de compte-conservateurs, déjà régulés par ailleurs. Il existe en effet un risque de superposer inutilement des réglementations, en provoquant une gêne et un coût injustifiés au niveau des teneurs de compte-conservateurs.

Sur le troisième point, la formation a estimé dans sa majorité qu'il était regrettable que les dépositaires centraux, qui traditionnellement ne présentent pas de risques de crédit, puissent être autorisés à s'exposer à de tels risques.

2

La formation spécialisée chargée des questions relatives au fonctionnement des marchés

Cette formation spécialisée du CMF s'est réunie le 15 avril 2003. Elle a rendu un avis sur les sujets suivants :

- proposition de directive sur les services d'investissement ;
- demande de modification de la règle de centralisation des ordres sur les marchés réglementés concernant les titres de créance, présentée par la FBF¹⁸ et l'AFEI¹⁹ ;
- projet de rapport sur la volatilité des marchés ;
- étude comparative d'IEM-Finance concernant les coûts de négociation sur certains marchés réglementés européens.

¹⁷ Committee on Payment and Settlement System-International Organisation of Securities Commissions.

¹⁸ Fédération bancaire française.

¹⁹ Association française des entreprises d'investissement.

D

Les avis émis sur les projets de règlement du Comité de la réglementation bancaire et financière (CRBF)

Le 5 novembre 2003, le Conseil des marchés financiers a rendu un avis favorable sur un projet de règlement n° 2003-05 du CRBF modifiant le règlement n° 99-15 du 23 septembre 1999 relatif aux ressources et au fonctionnement du mécanisme de garantie des titres. Ce règlement modifie à la marge le mode d'élection des membres du conseil de surveillance du Fonds de garantie des dépôts.

Le 8 janvier 2004, l'Autorité des marchés financiers a rendu un avis favorable sur deux projets de règlement du CRBF : un règlement n° 2004-02 modifiant le règlement n° 97-02 du 21 février 1997 relatif au contrôle interne des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et un règlement n° 2004-03 modifiant le règlement n° 99-15 du 23 septembre 1999 relatif aux ressources et au fonctionnement du mécanisme de garantie des titres. Le premier projet de règlement a pour objet de renforcer les dispositifs de contrôle interne. Le second précise les contributions exigées des établissements qui ne sont pas teneurs de compte-conservateurs, ainsi que les droits de vote dont disposent les entreprises d'investissement non-teneurs de compte-conservateurs pour l'élection des représentants des entreprises d'investissement au conseil de surveillance du Fonds.

E

Le passage du CAC 40 au flottant

Depuis le 1^{er} décembre 2003, l'indice CAC 40 d'Euronext Paris est pondéré par la capitalisation flottante et non plus sur la base de la capitalisation boursière totale. Ce changement méthodologique vise à limiter les effets induits par une distorsion trop importante entre le poids d'une valeur dans un indice et la part des capitaux disponibles sur le marché.

Le flottant est défini à partir de la nature des entités détentrices de participations, sous réserve que la méthodologie se fonde sur une définition parfaitement claire, dont les mouvements puissent être anticipés par les marchés et qui soit en phase avec l'information effectivement disponible.

La capitalisation boursière flottante prend en compte la totalité du capital émis diminué de :

- *auto-contrôle* : actions de la société cotée détenues par des sociétés contrôlées au sens de l'article 233/3 du code de commerce.
- *Actions détenues par des fondateurs* : actions détenues directement ou indirectement par les fondateurs (personnes physiques ou groupes familiaux), les dits fondateurs exerçant une influence sur la gestion ou le contrôle de la société (dirigeants, contrôle en droit de vote, influence notoire....).
- *Participations détenues par l'État* : il s'agit des participations directes mais aussi des participations via des sociétés publiques et des participations détenues par des sociétés elles-mêmes contrôlées par l'État.

- *Actions liées par un pacte d'actionnaires* : actions comprises dans le champ d'un pacte d'actionnaires au sens de l'article 233/10 et 11 du code de commerce en dehors des actions détenues par les fondateurs ou l'État.

- *Bloc contrôlant* : actions détenues par des personnes morales (hors fondateurs et État) qui exercent un contrôle au sens de l'article 233/3 du code de commerce.

- *Participations analysées comme stables* : participations supérieures à 5% et qui n'ont pas évolué de manière significative à la baisse (- 1 % hors dilution) depuis 3 ans.

Sont inclus des actionnaires qui, parallèlement ou conjointement au lien capitalistique, ont avec la société cotée des accords industriels ou stratégiques forts sur une période récente.

Le flottant des valeurs du CAC 40 est systématiquement arrondi à la borne supérieure par palier de 5 %. Ces flottants sont déterminés à partir d'informations publiques communiquées principalement par les sociétés.

Afin d'éviter la sur-pondération d'une valeur et d'assurer une bonne représentativité de l'échantillon, la pondération maximum d'une société dans le CAC 40 est limitée à 15 % de la capitalisation totale de l'indice (CAP à 15 %).

Si le poids d'une des valeurs dépasse cette limite, il est ainsi ramené à 15 % par l'intermédiaire d'un facteur appelé "facteur de plafonnement".

Le flottant des valeurs du CAC 40 est calculé une fois par an par Euronext sur la base des informations publiques. La révision annuelle des flottants interviendra chaque année à la fin du mois de juin. Cette mise à jour est publiée le premier jour de bourse du mois suivant, pour une prise d'effet au premier jour ouvré du mois de septembre.

Des révisions exceptionnelles peuvent toutefois intervenir si la part du flottant arrondi est modifiée de plus ou moins 5 %. Sont pris en compte pour les révisions les opérations annulant ou créant des actions, les OPE (offres publiques d'échange) et les fusions, ainsi que les franchissements de seuils de 20 % et au-delà.

Ces révisions exceptionnelles seront publiées par avis d'Euronext Paris et prendront effet 5 jours de bourse après cette publication.

La révision des facteurs de plafonnement est annuelle concomitamment à la révision du flottant. Néanmoins, si le capital des valeurs capées varie de manière significative entre deux révisions annuelles, le Conseil Scientifique des Indices peut décider de procéder exceptionnellement à la révision du facteur de plafonnement pour ces valeurs. Ces ajustements exceptionnels des facteurs de plafonnement sont publiés par avis d'Euronext Paris, et prennent effet 5 jours de bourse après cette publication.

Le passage au flottant implique la modification de la règle « mère-fille ». Cette règle n'est plus appliquée aux sociétés « filles » du CAC40, la référence au flottant devenant la référence pour l'ensemble des valeurs composant cet indice. Par ailleurs, pour les valeurs de l'indice CAC40 vérifiant cette relation « mère-fille », le nombre de titres pris en compte pour les sociétés « filles » dans le calcul des indices SBF120 et SBF250 est égal au nombre de titres flottant.

Le Conseil Scientifique des Indices se réunit en moyenne 4 fois par an pour statuer sur les entrées et sorties de l'indice CAC 40. Les critères de sélection continuent d'être la liquidité et la capitalisation. Toutefois depuis le 1^{er} décembre 2003, c'est la capitalisation flottante qui est examinée et non plus la capitalisation boursière.

2

CHAPITRE 2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

- p. 36 1
La construction européenne :
le plan d'action pour les services financiers
(PASF)
- p. 44 2
Le rôle du CMF et de la COB au sein du CESR
(*Committee of European Securities Regulators*)
- p. 48 3
L'harmonisation comptable européenne
et internationale
- p. 52 4
La coopération à l'échelle internationale
- p. 57 5
La coopération bilatérale

La Commission des opérations de bourse et le Conseil des marchés financiers ont exercé leur action internationale dans un contexte marqué par une stabilisation des marchés financiers et par l'intense effort de mise en œuvre du plan d'action sur les services financiers de la Commission européenne. Sous les Présidences grecque et italienne de l'Union européenne, les régulateurs ont participé activement aux travaux portant en particulier sur la réforme de la directive sur les services d'investissement et sur la directive relative à la transparence des émetteurs. La COB et le CMF ont également contribué largement aux travaux préparatoires des mesures de niveau 2 effectués sous l'égide du Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CESR), dont les premières ont été adoptées cette année, concrétisant ainsi la mise en œuvre du processus Lamfalussy.

La loi de sécurité financière a renforcé l'importance du rôle de l'Autorité dans la régulation internationale et européenne des marchés en inscrivant l'action internationale parmi ses missions premières.

Enfin, l'année aura été marquée, lors de la XVIII^{ème} Conférence annuelle de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), par l'adoption de la méthodologie de l'OICV précisant les conditions dans lesquelles les grands principes de l'organisation doivent être transposés, par la publication de la première liste des signataires de l'accord multilatéral (*Memorandum of Understanding - MOU*) organisant une coopération effective entre les régulateurs membres de l'OICV ainsi que par l'adoption par le Comité technique de standards relatifs aux analystes financiers et aux agences de notation.

1 LA CONSTRUCTION EUROPÉENNE : LE PLAN D'ACTION POUR LES SERVICES FINANCIERS (PASF)

A

Les directives européennes

1 La directive sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (dite « abus de marché »)

La directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les « abus de marché » prévoit l'adoption de mesures d'application par la Commission européenne, qui, pour ce faire, doit solliciter de la part du CESR la délivrance d'avis techniques.

Sur la base d'un premier avis remis en décembre 2002, la Commission a publié quatre textes :

- la directive 2003/124/CE du 22 décembre 2003 portant modalités d'application en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché ;

- la directive 2003/125/CE du 22 décembre 2003 portant modalités d'application en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts ;
- la directive 2004/72/CE du 24 avril 2004 portant modalités d'application en ce qui concerne les pratiques admises de marché, la définition de l'information privilégiée portant sur les instruments dérivés sur produits de base, l'établissement des listes d'initiés, la révélation des opérations sur titres réalisées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes

et la notification d'opérations suspectes à l'autorité compétente ;

- le règlement CE n° 2273/2003 du 22 décembre 2003 portant modalités d'application en ce qui concerne les dérogations prévues pour les programmes de rachat et la stabilisation d'instruments financiers.

La directive 2003/124/CE apporte un complément à la définition d'une information privilégiée à la fois sur le caractère « précis » de celle-ci et sur « l'effet sensible » qu'elle peut avoir sur le cours d'un instrument financier. Elle précise également les modes et délais de publication d'une information privilégiée afin de garantir au public un accès rapide à celle-ci et de l'informer de tout changement significatif qui viendrait affecter cette information postérieurement à sa publication.

Une liste indicative présente des exemples d'intérêts légitimes pouvant justifier le report de la publication de l'information privilégiée dans les conditions de l'article 6.2 de la directive 6/2003 visant à protéger le secret des affaires.

Enfin, le texte établit une liste non exhaustive d'éléments qui, sans être en eux-mêmes constitutifs d'une manipulation de marché, sont pris en compte par l'autorité compétente et les participants de marché à l'occasion de l'examen d'opérations ou d'ordres.

La directive 2003/125/CE exige la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des intérêts et conflits d'intérêts de la part des personnes produisant et diffusant ces recommandations.

Il convient de rappeler que si ces dispositions visent à la fois les activités d'analyses conduites par les prestataires de services d'investissement et les bureaux indépendants, elles excluent les activités de notation de crédit. Un considérant recommande néanmoins que les agences de notation adoptent les politiques et procédures internes visant à garantir la présentation équitable et la révélation des conflits d'intérêts qui figurent dans la directive.

De façon générale, le considérant n° 22 de la directive 2003/6/CE souligne que « les États membres devraient être en mesure de choisir la manière la plus appropriée d'établir une réglementation pour les personnes qui réalisent ou diffusent des travaux de recherche concernant des instruments financiers ou des émetteurs d'instruments financiers ou pour les personnes qui produisent ou diffusent d'autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement, y compris des mécanismes appropriés d'autorégulation, qui devraient être notifiés à la Commission ». Il s'agit de préserver la spécificité de certaines professions, notamment celle de journaliste expressément visée dans le considérant n° 11 qui précise que la directive 2003/125/CE n'empêche en aucune façon les États membres d'appliquer leurs dispositions constitutionnelles en matière de liberté de la presse et de liberté d'expression dans les médias.

Enfin, le règlement n° 2273/2003 définit les conditions d'accès à des régimes dérogatoires prévus pour les rachats d'actions par l'émetteur et les opérations de stabilisation effectuées sur le marché primaire. Les émetteurs satisfaisant à ces conditions bénéficient alors de présomptions irréfragables de légitimité de leurs interventions au regard des interdictions relatives à l'information privilégiée et à la manipulation de marché.

En revanche, ne devraient pas être couvertes, par exemple, les pratiques dites de *front-running* (visant pour un intermédiaire à tirer profit des ordres des clients), la communication d'une information privilégiée à un tiers ou la diffusion d'une information fausse.

Ces nouvelles règles viendront compléter le régime actuel posé par le règlement COB n° 90-04 relatif à l'établissement des cours, ajusté en tant que de besoin, et s'appliqueront seulement aux rachats d'actions ayant pour objet l'annulation des titres ou la remise de titres aux salariés ou aux porteurs d'obligations convertibles. La transparence des rachats effectués dans le nouveau cadre en sortira renforcée.

L'ensemble du dispositif « abus de marché » devra avoir été transposé par les États membres au plus tard le 12 octobre 2004.

2

La directive sur le prospectus

La directive concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation a été votée par le Parlement européen en seconde lecture le 2 juillet 2003, puis publiée au Journal officiel de l'Union européenne le 31 décembre 2003. Conformément à l'article 29, les États membres devront transposer le texte de la directive dans un délai de dix-huit mois après sa date de publication, soit en juillet 2005 au plus tard.

La directive devrait permettre au régulateur français de consolider les évolutions récentes en matière de prospectus, notamment celle d'une incorporation par référence de documents précédemment déposés auprès du régulateur, ainsi que le système de contrôle *a posteriori* des documents de référence.

Le texte introduit également des innovations majeures par rapport aux directives 2001/34 et 89/298, que le régulateur français devra prendre en compte en raison de l'objectif d'harmonisation maximale de la directive.

La Commission européenne a élaboré un projet de règlement d'application, sur la base de l'avis technique transmis par le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CESR), chargé de définir les mesures d'exécution des règles prévues dans la directive selon la procédure Lamfalussy.

Selon le principe du passeport européen, tout prospectus approuvé par l'État membre d'origine sera valide pour une offre au public ou une admission à la négociation dans un nombre quelconque d'États membres d'accueil, sans que les autorités compétentes des ces États membres n'aient à engager de procédure administrative à l'égard des prospectus. Dans ce contexte, l'État membre d'origine sera défini comme le pays du siège statutaire de l'émetteur, et non plus comme celui de son lieu de cotation¹.

Afin de faciliter la mise en place du passeport européen, le texte prévoit :

- la possibilité d'une délégation de l'approbation du prospectus par l'autorité compétente de l'État membre d'origine à l'autorité compétente d'un autre État membre, avec l'accord de cette dernière ;
- la possibilité pour l'émetteur de rédiger son prospectus uniquement dans une langue usuelle en matière

¹ Néanmoins, la directive introduit le libre choix du pays d'origine pour les émetteurs de certaines catégories de titres, dans le but notamment de préserver le marché des titres euro-obligataires, dont l'intégration est déjà effective au niveau européen. Sont ainsi concernés :

- les titres autres que de capital dont la valeur nominale unitaire est au moins égale à 1000 euros ou à une « valeur nominale presque équivalente » dans une autre devise que l'euro ;
- les bons d'option (warrants) ou les convertibles sur les titres d'un tiers sans condition de montant ;
- l'ensemble des titres émis par des émetteurs qui ont leur siège statutaire dans un pays tiers.

financière, l'autorité compétente des États membres d'accueil étant seulement en droit d'exiger qu'un résumé soit établi dans sa langue officielle, sauf dans le cas où l'opération est sollicitée dans l'État membre d'origine, auquel cas le prospectus devra au moins être établi dans une langue acceptée par l'autorité compétente de cet État membre. En outre, le texte prévoit des modalités encore plus souples pour les admissions de titres autres que de capital dont la valeur nominale unitaire est au moins égale à 50 000 euros² ;

- l'obligation pour chaque État membre de désigner une autorité administrative centrale chargée de l'approbation des prospectus, voire plusieurs autorités administratives indépendantes si son droit national l'exige, ces autorités pouvant elles-mêmes déléguer des tâches à d'autres entités, qui devront être organisées de manière à éviter les conflits d'intérêts.

Enfin, dans le but d'harmoniser les informations requises dans le prospectus, des schémas ont été définis par CESR selon la procédure de la comitologie, en fonction des titres émis et dans une moindre mesure de la nature de l'émetteur. Le texte étant d'application maximale, les États membres ne pourront pas aller au-delà des obligations d'information établies dans le cadre de ces schémas.

2/a

Une directive compatible avec certaines pratiques françaises en matière de prospectus

La directive entérine le système d'incorporation par référence de documents antérieurement déposés auprès de l'autorité compétente ou approuvés par celle-ci.

En outre, la directive prend en compte le système des contrôles *a posteriori* des documents de référence, puisque l'émetteur a la possibilité d'incorporer par référence des documents simplement déposés auprès du régulateur conformément à la directive. En outre, le texte mentionne expressément que lorsqu'un émetteur a déposé un document d'enregistrement qui n'a pas été soumis à un contrôle préalable, l'ensemble des documents formé de la note d'opération, du résumé et du document d'enregistrement doit être approuvé par l'autorité compétente.

Enfin, la directive semble compatible avec le système optionnel de publication d'un document d'enregistrement mis à jour chaque année, actuellement en application sur le marché français, un document d'enregistrement ayant une durée de validité de douze mois.

2/b

De nouvelles dispositions qui devront être transposées dans la législation et la réglementation françaises

Un champ d'application qui implique un aménagement de la définition de l'appel public à l'épargne (APE)

En premier lieu, le champ d'application du texte est étendu aux parts émises par les organismes de placement collectif de type fermé, mais il ne s'applique pas aux offres de valeurs mobilières dont le montant total est inférieur à 2,5 millions d'euros. Les États membres ayant toute latitude pour légiférer en dehors du champ d'application de la directive,

il incombera au législateur français de déterminer s'il entend encadrer de telles émissions, ou s'il souhaite modifier la définition de l'appel public à l'épargne afin d'exclure ces opérations de son champ de compétence.

Par ailleurs, la directive introduit une définition harmonisée des investisseurs qualifiés et des PME qui devra être articulée avec celle de l'appel public à l'épargne, dans la mesure où les opérations destinées à ce type d'investisseurs sont exclues du champ de l'APE.

Selon le texte, les investisseurs qualifiés regroupent au moins toutes les personnes morales qui ne sont pas des PME, ces dernières étant définies comme des sociétés qui présentent au moins deux des trois caractéristiques suivantes : un nombre moyen de salariés inférieur à 250 personnes sur l'ensemble de l'exercice, un total du bilan ne dépassant pas 43 millions d'euros et un chiffre d'affaires net annuel ne dépassant pas 50 millions d'euros.

Cependant, les États membres peuvent autoriser les PME et/ou les personnes physiques qui en font la demande à être considérées comme des investisseurs qualifiés. Les États membres qui décideront d'appliquer une telle option devront prendre en compte le fait que les PME et les personnes physiques considérées comme des investisseurs qualifiés à leur demande mais pourront décider à tout moment de sortir de cette classification. Ce système d'*opt-in* et d'*opt-out* imposera donc aux autorités compétentes des États membres concernés de tenir à jour un registre des personnes physiques et des PME considérées comme des investisseurs qualifiés, et de le mettre à la disposition de tous les émetteurs.

L'élargissement du champ des dispenses de prospectus

Le texte de la directive étant d'application maximale, les cas de dispenses de prospectus qu'il prévoit deviennent obligatoires pour les États membres, contrairement au texte antérieur par lequel ils étaient optionnels. Cette particularité de la directive conduira le régulateur français à élargir le champ des dispenses de prospectus accordées aux émetteurs dans trois cas :

- dans le cadre d'une offre au public, les opérations destinées aux administrateurs ou aux salariés anciens ou existants seront dispensées de prospectus, à condition toutefois que les valeurs mobilières soient déjà admises à la négociation sur un marché réglementé, et qu'un document contenant des informations sur les modalités de l'offre soit mis à la disposition des intéressés ;
- dans le cadre d'une admission à la négociation, les actions attribuées gratuitement aux actionnaires existants seront également dispensées de prospectus pour autant qu'un document contenant des informations sur le nombre et la nature des actions ainsi que sur les raisons et les modalités de l'offre soit mis à la disposition des intéressés ;
- enfin, les actions représentant moins de 10 % du nombre d'actions de même catégorie déjà admises à la négociation sur le même marché réglementé sur une période de 12 mois sont dispensées de prospectus, que l'opération s'adresse

² Pour ces opérations, le prospectus est établi soit dans une langue acceptée par les autorités compétentes des États membres d'origine et d'accueil, soit dans une langue usuelle dans la sphère financière internationale (y compris lorsque l'opération est sollicitée dans l'État membre d'origine). En outre pour ces opérations, les émetteurs ne seront pas tenus de publier un résumé si la législation applicable dans les États membres dans lesquels ils sollicitent une admission ne le prévoit pas.

à un petit nombre de bénéficiaires ou pas, et sans condition pour l'émetteur d'avoir satisfait à ses obligations d'information.

La modification des obligations d'information permanente pour les sociétés cotées

Tous les émetteurs admis à la négociation sur un marché réglementé auront l'obligation de publier chaque année une liste des informations publiées ou mises à la disposition du public au cours des douze derniers mois. Une telle actualisation sera obligatoire pour tous les marchés, mais les émetteurs de titres autres que de capital dont la valeur nominale unitaire est au moins égale à 50 000 euros en seront dispensés. Cette obligation ne sera pas équivalente à la publication d'un document de référence complet tel qu'il est défini par la réglementation de l'AMF.

La réduction des délais d'examen du prospectus

L'autorité compétente devra désormais notifier sa décision dans les dix jours ouvrables suivant la présentation du projet de prospectus (cf. article 13-2-1). Ce délai est porté à vingt jours ouvrables si l'offre publique porte sur des valeurs mobilières émises par un émetteur dont aucune valeur mobilière n'a encore été admise à la négociation sur un marché réglementé et qui n'a pas encore offert de valeurs mobilières au public (cf. article 13-3). Enfin, tout supplément éventuel au prospectus est approuvé dans un délai maximal de sept jours ouvrables.

Lorsque les documents sont incomplets, l'autorité compétente dispose d'un délai de dix jours ouvrables suivant l'introduction de la demande pour en informer l'émetteur (cf. article 13-4-1a).

L'instauration d'une procédure plus souple pour les émetteurs déjà admis à la négociation sur un marché réglementé et faisant souvent appel public à l'épargne

Pour les titres autres que de capital émis dans le cadre d'un programme d'offre, ainsi que pour les obligations foncières émises d'une manière continue ou répétée par les établissements de crédit, l'émetteur peut choisir de publier un prospectus de base, qui contient toutes les informations utiles sur l'émetteur et sur les valeurs offertes au public ou proposées à la négociation sur un marché réglementé, à l'exception des conditions définitives de l'offre. Ces conditions pourront être précisées ultérieurement, soit par le biais d'un supplément visé par l'autorité compétente, soit par l'intermédiaire d'un communiqué déposé auprès de l'autorité compétente lors de chaque offre au public.

La possibilité de publication du prospectus sous forme électronique exclusivement

Les modalités de publication du prospectus sont assouplies, puisque les émetteurs ont désormais la possibilité de se limiter à une diffusion de ce document sous forme électronique, soit sur leur site internet et, le cas échéant, sur celui des intermédiaires financiers qui placent ou négocient les valeurs mobilières concernées, soit sur le site internet du marché réglementé où l'admission à la négociation est sollicitée, soit sur le site internet de l'autorité compétente de l'État membre d'origine si celle-ci a décidé d'offrir ce service.

Les modes de diffusion classiques (insertion dans un ou plusieurs journaux à diffusion nationale ou à large diffusion dans les États membres où l'offre au public est faite ou l'admission à la négociation sollicitée, ou mise à disposition gratuite d'une forme imprimée au siège statutaire de l'émetteur) peuvent être choisis alternativement.

Un État membre pourra exiger dans tous les cas la publication d'un communiqué précisant sous quelle forme le prospectus a été mis à la disposition du public, et mentionnant où celui-ci peut se le procurer.

En outre, afin de centraliser l'information, l'autorité compétente de l'État membre d'origine doit publier l'intégralité des prospectus approuvés sur une période de douze mois, ou à tout le moins une liste de ces prospectus, sur son site.

La révocation des ordres par les investisseurs

Les investisseurs ont la possibilité de se rétracter pendant une période de deux jours ouvrables suivant la publication d'un supplément mentionnant « *tout fait nouveau ou significatif ou toute erreur ou inexactitude substantielles concernant les informations contenues dans le prospectus et de nature à influencer l'évaluation des valeurs mobilières* », avant la clôture définitive de l'offre au public ou le cas échéant le début de la négociation sur un marché réglementé (cf. article 16-2). Une telle possibilité n'est pas prévue actuellement par les textes applicables sur le marché français.

Le projet de règlement d'application

Le groupe de travail du CESR a transmis son avis final sur les mesures d'exécution de la directive à la Commission européenne en décembre 2003, conformément à son mandat. Sur la base de cet avis, et après une consultation de Place au niveau européen, la Commission européenne a publié le 15 janvier 2004 un projet de règlement sur les mesures d'exécution de la directive prospectus, qui devra être adopté avant le 1^{er} juillet 2004.

Le projet de règlement définit les modalités de l'incorporation par référence, celles de la mise à disposition du prospectus, l'information minimale à fournir dans le prospectus ainsi que le contenu de ce document en fonction des différents produits et de la nature de l'émetteur.

Le contenu du prospectus dépend de la nature du produit proposé et, dans une moindre mesure, de celle de l'émetteur, puisque seuls les établissements de crédit bénéficieront d'un schéma spécifique dans le cadre d'une émission ou d'une admission de produits autres que de capital.

Tout prospectus sera constitué au minimum d'un schéma de document d'enregistrement (*registration document* ou « RD ») et d'un schéma de note d'opération (*securities note* ou « SN »), auxquels s'ajouteront dans certains cas des modules contenant des informations complémentaires, sauf pour les certificats détenus par des banques et représentant une quote-part d'actions d'une entreprise cotée dans un pays tiers (*depository receipts*), qui auront leur propre schéma de prospectus en un seul bloc.

Huit schémas de document d'enregistrement sont prévus (titres de capital, titres autres que de capital d'un montant nominal inférieur ou supérieur ou égal

à 50 000 euros, produits titrisés, titres autres que de capital émis par des organismes de crédit, fonds fermés, titres émis par des États souverains ou par leurs collectivités territoriales ou locales, titres émis par des organismes internationaux).

Ils pourront être associés à quatre schémas de note d'opération (actions, titres autres que de capital d'un montant nominal inférieur à 50 000 euros, titres autres que de capital d'un montant nominal supérieur ou égal à 50 000 euros, produits dérivés).

Par ailleurs, les modules suivants pourront être ajoutés :

- module sur les garants ;
- module sur la titrisation ;
- module sur l'action sous-jacente ;
- module sur les *pro forma* (uniquement si le prospectus inclut un document d'enregistrement actions).

En règle générale, le document d'enregistrement apporte une information sur l'émetteur du titre, et la note d'information décrit le produit offert.

Néanmoins dans le cas des produits convertibles ou donnant accès à un autre titre, la note d'opération apporte des informations sur le produit qui porte le droit d'échange ainsi que sur les modalités de conversion. Pour ces produits, le module sur l'action sous-jacente doit en général être ajouté afin de fournir une information relative au titre attaché.

3 Le projet de directive dite « transparence » sur les obligations d'information des sociétés cotées sur un marché réglementé

La Commission européenne a présenté le 26 mars 2003 sa proposition officielle de directive relative aux obligations de transparence des sociétés cotées qui prévoit une refonte de règles aujourd'hui contenues dans trois directives datant respectivement de 1979 (rapport financier annuel), 1982 (rapports financiers intermédiaires) et 1988 (publicité des franchissements de seuils) ainsi que de certaines dispositions de la directive 2001/34/CE du Conseil, relatives aux exigences de publicité permanente et périodique.

Le projet de directive transparence fixe les obligations d'information périodique - et certaines obligations d'information permanente - applicables à un émetteur (ou à la personne ayant sollicité sans son consentement l'admission à un marché réglementé) dont les valeurs mobilières, titres de capital ou titres de créance, sont admises à la négociation sur un marché réglementé de l'Union européenne (et non plus aux seules sociétés admises à une « cote officielle »). Cette directive ne s'appliquera donc pas aux obligations d'information résultant d'un appel public à l'épargne sans cotation.

Les obligations d'information que ce texte vise à harmoniser sont notamment celles relatives à la publication des comptes annuels et semestriels, et du rapport de gestion y afférent, des données trimestrielles, des franchissements de seuil et de certaines informations spécifiques (modification des droits des porteurs, nouvelle émission d'emprunt).

À l'inverse de la directive prospectus, le projet de directive transparence n'a pas un objectif d'harmonisation maximale. En conséquence, les émetteurs pourront se voir imposer des obligations plus strictes par l'autorité compétente dont ils relèvent, celle-ci étant définie de la même manière que dans la directive sur les prospectus.

Le projet de directive transparence traite principalement de l'information périodique mais il repose sur une définition large de l'information « réglementée » qui inclut non seulement les informations prévues par la directive mais également l'information « sensible » au sens de la directive « abus de marché ». Ainsi, les dispositions relatives au régime linguistique et aux modes de publication de l'information s'appliqueront à l'information périodique et à l'information sensible.

Le texte de la directive a fait l'objet de discussions pendant plusieurs mois au sein du Conseil, qui a présenté une orientation commune le 26 novembre 2003. Le Parlement européen a adopté la proposition de directive sur la transparence en première lecture le 30 mars 2004. Ce même texte a été approuvé par le Conseil début avril 2004.

4 La révision de la directive sur les services d'investissement

En 2003, à partir de la proposition de texte présentée en novembre 2002 par la Commission européenne, le Conseil et le Parlement européen ont travaillé dans le cadre de la procédure de co-décision afin d'adopter une directive « concernant les marchés des instruments financiers » destinée à remplacer la directive du 10 mai 1993 relative aux services d'investissement dans les valeurs mobilières (DSI).

Le Parlement a adopté en première lecture, le 25 septembre 2003, un texte comprenant un certain nombre d'allègements par rapport au texte initial de la Commission et par rapport au texte élaboré par le Conseil. Celui-ci est parvenu à une position commune le 8 décembre 2003, sur la base d'un accord politique obtenu le 7 octobre. Cette proposition de directive a été adoptée par le Parlement européen fin mars 2004 et publiée au JOUE le 30 avril 2004.

4/a Les objectifs de la réforme

La DSI avait harmonisé au plan européen deux concepts essentiels, l'offre de services d'investissement et le marché réglementé. Le nouveau texte a pour principal objet d'adapter la législation européenne à la diversité croissante des modes d'exécution des ordres qui s'est développée au cours de ces dernières années, et de tenir compte en particulier de l'émergence et du développement des plates-formes multilatérales et des systèmes internes de négociation. Le projet de texte vise ainsi à établir un cadre réglementaire global concernant l'exécution d'ordres, destiné à permettre la coexistence et la concurrence en Europe de différents modes de négociation. Ce faisant, la nouvelle directive devrait remettre en cause l'architecture des marchés conçue par la directive de 1993 dans laquelle la notion de marché réglementé est un élément central. Dans ce contexte, il n'est pas surprenant que les discussions les plus vives aient concerné les conditions dans lesquelles les systèmes

d'internalisation des ordres - en particulier, les conditions de transparence pré-négociation - seront autorisés à opérer.

4/b

La position des régulateurs français

La position exprimée par la COB et le Conseil des marchés financiers tout au long de l'élaboration du texte s'inscrit dans le cadre général de la position française élaborée et défendue par le ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie. Elle a constamment été guidée par le souci de protection des investisseurs pour assurer leur confiance, et par la volonté de faciliter la constitution d'un marché européen efficient et intégré, dans le cadre d'une compétition équitable entre acteurs de natures différentes. Ces préoccupations se sont traduites par l'attachement des autorités françaises à la prise en compte des objectifs suivants dans l'élaboration du texte :

- mettre en place une classification réglementaire des différents systèmes de négociation qui réponde aux objectifs de concurrence équitable entre ces systèmes, d'efficacité, d'intégrité et finalement, de maintien des garanties essentielles pour les investisseurs et pour les émetteurs cherchant à lever des capitaux tout en respectant les différentes structures des marchés européens dont la majorité fonctionne sur la base d'un carnet d'ordres et dont l'efficacité a été démontrée ;
- accroître le caractère opérationnel du passeport des prestataires de services d'investissement (PSI), avec une harmonisation poussée des règles de conduite et la mise en place de mesures adéquates de protection des investisseurs (régime des investisseurs professionnels et des contreparties éligibles, encadrement des agents liés, encadrement du service d'exécution simple, sans conseil, ou « *execution only* », clarification du partage des responsabilités entre autorités du pays d'accueil et du pays d'origine) ;
- garantir l'intégrité et la stabilité du marché, d'une part en renforçant les dispositions relatives à la surveillance et à la coopération entre autorités compétentes pour tenir compte des conséquences de la fragmentation des marchés sur leur surveillance, et d'autre part, en mettant en place un cadre adéquat pour les activités *post-marché*.

4/c

Les principaux points d'intérêt du texte

Architecture des marchés

- Hors les règles spécifiques de l'admission à la cotation, les règles applicables aux marchés réglementés et aux plates-formes multilatérales sont équivalentes et garantissent ainsi une saine concurrence ;
- les règles de transparence pré-négociation applicables aux systèmes internes ont fait l'objet de discussions début 2004, les principaux points de débat portant sur le champ d'application des règles, la taille des transactions soumises à obligation d'affichage, la possibilité ou non pour

les PSI proposant le service d'internalisation des ordres d'améliorer leurs prix de façon sélective.

Règles relatives aux entreprises d'investissement et à l'offre de services d'investissement

- Le champ des entités qui ne sont pas soumises à la directive a été élargi par rapport à la directive actuelle et l'on relèvera en particulier que certains types d'entités négociant pour compte propre ne devraient plus être soumises à agrément ;
- le texte permettra désormais aux intermédiaires offrant un service de réception et transmission d'ordres et/ou d'exécution d'ordres pour compte de tiers d'offrir, dans certaines conditions, ce service en « *execution only* », c'est-à-dire sans avoir à obtenir au préalable d'information sur les connaissances du client, son expérience en matière d'investissement, permettant d'être en mesure de déterminer si le service ou le produit d'investissement envisagé convient au client ;
- la règle de meilleure exécution (« *best execution* »), élément-clé de la directive compte tenu de la disparition de la règle de concentration des ordres, devrait reposer sur un dispositif limitant son champ aux lieux d'exécution des ordres choisis par l'entreprise d'investissement et dont le client sera informé, ce choix étant encadré par le texte (il doit inclure les systèmes qui peuvent effectivement fournir le meilleur résultat possible pour l'exécution d'ordres de clients) ;
- les travaux du CESR sur la classification des clients professionnels et non professionnels et sur le régime des contreparties éligibles ont été pris en compte.

Dispositions en matière de surveillance et coopération entre autorités compétentes

Ces dispositions ont été renforcées de telle sorte qu'elles permettent effectivement aux régulateurs de conduire une surveillance intégrée dans un environnement de marché qui pourra être plus fragmenté qu'aujourd'hui. On relèvera en particulier la possibilité, pour l'autorité en charge de la surveillance d'un marché, d'interroger un membre à distance de ce marché, situé dans un autre État membre.

4/d

Les travaux de comitologie

CESR, sans attendre l'obtention des mandats définitifs de la part de la Commission³, a constitué, en mars 2003, trois groupes d'experts. Ce travail préparatoire a permis d'identifier les priorités et les sujets nécessitant le plus de travail, et de réaliser l'inventaire des différentes réglementations nationales.

Organisation des travaux du CESR

Un groupe de pilotage (*ISD Steering Group*), composé des présidents des trois groupes d'experts et présidé par le président du CESR, A. Docters Van Leeuwen, coordonne les travaux des trois groupes qui sont présidés par :

- le président de l'AMF pour les questions relatives à la surveillance et à la coopération ;
- le président de la FSA britannique, pour les dispositions relatives aux intermédiaires ;

³ Les premiers mandats provisoires (en attendant l'adoption de la directive) ont été publiés le 20 janvier 2004 par la Commission.

- un membre du Conseil de l'Autorité hollandaise pour les questions relatives à la transparence des marchés.

Le groupe de pilotage a pour but d'assurer la coordination de l'approche réglementaire des trois groupes d'experts et la concertation sur les sujets « mitoyens ». Les groupes d'experts pourront s'appuyer sur un groupe consultatif de participants de marché (*Consultative Working Group of market participants*), auprès duquel ils peuvent tester leurs pistes de réflexion. Ce groupe s'est réuni pour la première fois, avec chacun des groupes d'experts, les 28 et 29 janvier 2004.

Les mandats

Les mandats confiés à ces groupes d'experts sont les suivants :

Groupe marchés :

- transparence pré et post négociation pour les marchés réglementés et les plates-formes multilatérales (MTF) et principes de transparence après négociation pour les entreprises d'investissement⁴ (articles 28, 29, 30, 44 et 45 de la proposition de directive) : principes, exceptions liées à la taille des transactions, exceptions liées au modèle de marché ;
- admission des instruments financiers aux négociations sur les marchés réglementés (article 40 de la proposition de directive) : règles d'admission des instruments, vérification par les marchés réglementés des obligations d'information des émetteurs, vérification par les marchés réglementés de l'accessibilité de leurs membres aux informations publiées.

Groupe « intermédiaires » :

Les travaux sont centrés sur les mesures de comitologie suivantes :

- règles d'organisation (Art. 13)
- conflits d'intérêt (Art. 18 et 13.3)
- règles de bonne conduite (Art. 19)
- règle de meilleure exécution (Art. 21)
- règles de traitement des ordres des clients (Art. 22)

Compte tenu de l'existence de règles de bonne conduite déjà établies par CESR en 2002⁵ pour l'application de l'article 11 de la directive actuelle, le groupe d'experts a organisé son travail de façon à utiliser celles de ces normes qui entrent dans le champ des mandats de la DSI révisée (en les amendant en fonction des modifications apportées à la directive) et à identifier les normes de niveau 2 qui n'ont pas encore fait l'objet de travaux de la part du CESR.

Groupe « surveillance des marchés et coopération » :

Les dispositions de comitologie en cours d'élaboration par le groupe sont les suivantes :

- déclaration des transactions aux autorités compétentes (article 25) : méthodes et modalités à appliquer pour déclarer les transactions financières, forme et contenu à donner à ces déclarations, et critères permettant de définir un marché pertinent en termes de liquidité ;
- coopération entre autorités en charge de la surveillance de marchés opérant de façon transfrontière (article 56) : critères de fonctionnement d'un marché réglementé opérant dans un État

membre d'accueil pouvant être considérés comme ayant une forte influence sur le bon fonctionnement des marchés des valeurs mobilières et la protection des investisseurs dans ledit État membre d'accueil ;

- échanges d'informations entre autorités compétentes (article 58) : échanges d'informations et procédures afférentes.

5 La directive OPA

En décembre 2003, le Parlement européen a adopté la proposition de directive concernant les offres publiques d'acquisition. Sous réserve de l'approbation finale du Conseil de l'Union européenne, la directive devrait en principe entrer en vigueur au cours du premier semestre 2004, les États membres disposant d'un délai de deux ans à compter de cette entrée en vigueur pour la transposer dans leur droit interne.

D'une manière générale, la directive reprend les principes fondamentaux en matière d'offre publique fixés par la position commune du Conseil de l'Union européenne arrêtée en juin 2000⁶ :

- principe de l'offre obligatoire en cas de changement de contrôle d'une société relevant du droit d'un État membre et dont les titres auxquels sont attachés des droits de vote sont négociés sur un marché réglementé au sens de la directive sur les services d'investissement ;
- principe de l'établissement d'un document d'information assorti d'une reconnaissance mutuelle en cas de multicotation des titres de la société visée dès lors que celui-ci a été approuvé préalablement par l'autorité de contrôle territorialement compétente ;
- principe de détermination de l'autorité de contrôle compétente et du droit applicable pour les offres transfrontières⁷ ;
- principe selon lequel la mise en œuvre de défenses anti-OPA doit être décidée par les actionnaires de la société visée par une offre réunis, à cet effet, en période d'offre en assemblée générale.

La directive répond également aux exigences du Parlement européen formulées en juillet 2001⁸ en prenant en considération les recommandations préconisées par le « groupe d'experts de haut niveau en droit des sociétés » présidé par M. Winter en janvier 2002⁹.

À ce titre, elle définit la notion de prix équitable, fixe des règles tendant à assurer des conditions de jeu égales au sein de l'Union européenne, et instaure des procédures de retrait obligatoire à la demande de l'actionnaire majoritaire ou d'un actionnaire minoritaire¹⁰.

La directive présente, en revanche, la particularité de rendre facultative l'application par les États membres des dispositions relatives aux dispositifs anti-OPA décrites aux articles 9 et 11.

Ce choix résulte d'un compromis considéré comme le meilleur par la majorité des États membres, compte tenu des disparités qui existent entre les mécanismes

⁴ Il est rappelé que le mandat correspondant à l'article 27 relatif à la transparence pré-négociation pour les systèmes internes, a été réservé en raison du caractère hautement controversé de cet article.

⁵ CESR/01-014d: "A European regime of investor protection – the harmonization of conduct of business rules", complété par CESR/02-098b: "A European regime of investor protection – the professional and the counterparty regimes".

⁶ Rapport annuel COB 2000, page 137.

⁷ L'autorité compétente pour le contrôle de l'offre est celle de l'État membre dans lequel la société visée a son siège social, dès lors que les titres de cette société sont admis aux négociations sur un marché réglementé de cet État membre. En revanche, lorsque les titres de la société visée ne sont pas admis aux négociations sur un marché de l'État dans lequel la société a son siège social, la directive prévoit que l'autorité compétente pour le contrôle de l'offre est celle de l'État membre sur le marché duquel les titres sont admis à la négociation. Dans cette hypothèse, la directive prévoit une répartition des compétences entre l'autorité de contrôle du siège et celle du marché.

⁸ Rapport annuel COB 2001, pages 178 et 179.

⁹ Rapport annuel COB 2002, pages 240 et 241.

¹⁰ Rapport annuel COB 2002, pages 241 et 242.

et structures du droit des sociétés au sein de l'Union européenne.

Plus précisément, la directive n'oblige pas les États membres à introduire dans leur droit interne des offres publiques les deux principes fondamentaux suivants :

- compétence exclusive de l'assemblée générale des actionnaires réunie pendant l'offre pour autoriser la mise en œuvre de mesures de défense anti-OPA (article 9) ;
- neutralisation, en période d'offre ou à l'issue de l'offre, des clauses restrictives de transferts de titres et de droit de vote, ainsi que des droits de vote multiple¹¹ (article 11).

Elle offre néanmoins la possibilité aux sociétés établies sur le territoire d'un État membre d'appliquer les principes posés aux articles 9 et/ou 11 tout en prévoyant un mécanisme de réciprocité en cas de non application desdits principes par l'initiateur d'une offre.

6

La proposition de directive relative aux fusions transfrontières des sociétés de capitaux

Après une première tentative infructueuse en 1984, qui l'avait conduite, en 2001, au retrait total de sa proposition de directive relative aux fusions transfrontières des sociétés de capitaux, la Commission européenne a présenté une toute nouvelle proposition en novembre 2003.

Cette proposition, qui couvre toutes les sociétés de capitaux, a pour ambition de faciliter les rapprochements entre sociétés d'États membres différents en supprimant les obstacles inhérents à la coexistence de législations nationales différentes, tout en veillant à la protection du régime de participation des salariés des sociétés concernées par la fusion.

Elle a tout particulièrement vocation à s'appliquer aux PME qui souhaitent opérer dans plusieurs États membres, mais non dans toute l'Europe, et qui sont donc peu susceptibles de demander le statut de société européenne.

Conformément à la procédure dite de « codécision », la proposition sera soumise pour adoption au Conseil de l'Union européenne et au Parlement européen.

B

L'après plan d'action pour les services financiers

Considérant l'achèvement du plan d'action pour les services financiers, la Commission européenne a débuté une réflexion sur les champs non couverts par celui-ci. Elle a réuni des groupes de professionnels dans les domaines de la régulation des marchés, des émetteurs et de la gestion afin de recueillir leurs observations.

D'ores et déjà la Commission européenne a identifié deux domaines, la régulation des activités de *post-marché* qui a donné lieu à la publication d'une communication le 28 avril 2004 qui reprend

les conclusions des rapports Giovannini¹² et le gouvernement d'entreprise, lequel a donné lieu à une consultation courant 2003.

Par ailleurs, les réflexions du Parlement européen sur les agences de notation contribuent à la réflexion menée dans plusieurs enceintes internationales.

1

Le gouvernement d'entreprise

Le 21 mai 2003, la Commission européenne a mis en consultation publique son plan d'action concernant la modernisation du droit des sociétés et le renforcement du gouvernement d'entreprise dans l'Union européenne.

La COB a examiné avec intérêt les propositions de ce plan d'action qui se traduisent, à court terme dans certains cas, par des projets de directives ou de recommandations. Elle a relevé que d'une manière générale, les principes de gouvernement d'entreprise énoncés dans la communication de la Commission européenne répondent aux préoccupations du régulateur français en matière de protection des investisseurs. Elle a relevé également que les principes et normes envisagés par la Commission correspondent aux normes qui existent d'ores et déjà en France. En effet, la Commission envisage à court terme une directive :

- pour rendre obligatoire une déclaration annuelle de gouvernement d'entreprise, dispositif très proche de celui instauré par la loi française de sécurité financière qui prévoit un rapport annuel du président sur le fonctionnement du conseil d'administration et les procédures de contrôle interne ;
- pour confirmer la responsabilité collective des administrateurs concernant les états financiers et les principaux documents non financiers, responsabilité collective qui existe depuis longtemps dans le droit des sociétés français ;
- pour faciliter l'exercice des droits des actionnaires, d'une part en permettant et encadrant l'usage de la voie électronique pour exercer son droit d'expression auprès des émetteurs et pour, voter, d'autre part, en résolvant les problèmes spécifiques posés par le vote transfrontière. Le code de commerce français reconnaît et encadre d'ores et déjà l'inscription de projets de résolution par les actionnaires et le vote par la voie électronique ; il tient compte de la qualité et des spécificités des actionnaires non-résidents pour faciliter leur vote dans les assemblées générales des sociétés françaises.

La Commission envisage également à court terme une recommandation, d'une part pour préciser et renforcer le statut des administrateurs indépendants, d'autre part pour prévoir une transparence sur la politique de rémunération des dirigeants et des administrateurs. Sur ces deux points, le dispositif de régulation français contient déjà des normes ou recommandations : dispositions du code de commerce imposant la transparence annuelle sur les rémunérations des mandataires sociaux ; dispositions du code de commerce sur les cumuls de mandats sociaux et sur la transparence obligatoire des autres

¹¹ Définis à l'article 2 de la directive, les titres à droits de vote multiple sont "les titres inclus dans une catégorie distincte et conférant plus d'une voix".

¹² Voir *infra*, les travaux CESR/SEBC, p. 45.

fonctions exercées par les mandataires sociaux, recommandations des Principes de gouvernement d'entreprise de l'AFEP et du MEDEF notamment sur le profil, le nombre et le rôle des administrateurs indépendants, les comités de rémunération et de nomination, informations exigées par la réglementation de la COB dans les prospectus et documents de référence sur le respect ou non de ces recommandations.

S'agissant de l'exercice du droit de vote par la voie électronique, la COB a indiqué dans le cadre de la consultation publique de la Commission que l'usage du vote électronique ne doit pas devenir le mode exclusif de vote dès lors que tous les actionnaires ne disposent pas de cet outil. Par ailleurs, la COB a attiré l'attention sur la nécessité de définir la ou les catégories d'investisseurs institutionnels concernés par l'obligation de transparence sur les votes qu'ils exercent.

2 Les travaux du Parlement européen sur les agences de notation

Le 10 février 2004, le Parlement européen a adopté une résolution sur le rôle et les méthodes des agences de notation de crédit, sur le rapport de M. Katiforis. Dans cette résolution qui ne constitue pas un instrument « contraignant » de la législation européenne, les parlementaires soulignent principalement, d'une part, que les émetteurs qui choisissent de faire évaluer leur dette doivent être tenus de fournir en permanence aux agences de notation toutes les informations utiles et de donner suite aux demandes spécifiques des agences, et d'autre part, que les agences doivent se soumettre à des obligations similaires de transparence quant à leurs méthodes, aux modèles appliqués et à la nature des relations, reposant sur des honoraires, qu'elles entretiennent avec les émetteurs. Le Parlement souligne également l'importance de garantir aux agences de notation une indépendance par rapport aux autorités de régulation quant au fond des avis exprimés.

Un autre élément important de la résolution réside dans l'invitation faite à la Commission de « *prendre toutes les dispositions nécessaires, notamment la réalisation d'une étude coût-avantages des effets sur les marchés financiers européens, pour établir s'il est nécessaire d'instaurer, sous les auspices du CESR, un système européen pour l'enregistrement en Europe des agences de notation, effectué sur la base de critères précis et rendus publics - en particulier la crédibilité auprès des acteurs du marché, l'objectivité, l'indépendance, la compétence du personnel, la solidité financière, l'existence de procédures internes permettant d'identifier et de traiter les conflits d'intérêts et la transparence des opérations* ». À cet égard, le Parlement invite la Commission à lui présenter un rapport sur des développements dans ce domaine d'ici le 31 juillet 2005 et périodiquement ensuite.

En outre, le Parlement invite les autorités compétentes de l'Union européenne à examiner « *le degré*

de concentration qui caractérise la profession de la notation et d'établir si un oligopole s'est formé en conséquence ».

Le Parlement européen propose également à la Commission européenne et au CESR d'entretenir d'étroits contacts avec les autorités américaines au sujet de la conduite et des résultats de leur enquête, ainsi qu'à l'informer des évolutions réglementaires qui pourraient être décidées aux États-Unis.

La Commission européenne devrait présenter un premier document sur les initiatives qu'elle compte prendre concernant les agences de notation d'ici la fin de l'année 2004.

2 LE RÔLE DU CMF ET DE LA COB AU SEIN DU CESR (COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS)

A Les travaux du CMF et de la COB au sein du CESR

Le Comité européen des régulateurs en valeurs mobilières est particulièrement mobilisé dans le cadre de la réalisation du plan d'action pour les services financiers. À ce titre, le CESR consacre une part importante de ses travaux à la rédaction d'avis à l'intention de la Commission. Les services de la COB et du CMF ont été présents dans l'ensemble des groupes de travail relatifs aux travaux préparatoires de niveau 2. Compte tenu du détail de précision des mesures de niveau 2, les deux autorités ont attaché une grande importance à la rédaction de ces avis. Le président de l'AMF préside l'un des trois groupes de travail sur la rédaction des avis de niveau 2 relatifs à la directive sur les marchés d'instruments financiers et participe ainsi au *Steering group* qui, sous la présidence du Président du CESR, coordonne les travaux. Le détail de ces travaux est présenté dans les développements relatifs à chaque directive¹³.

Les services des régulateurs ont également participé activement aux groupes permanents du CESR qui rassemblent, d'une part, les responsables des services d'inspection des ses membres et, d'autre part, les responsables des affaires comptables. Les services de la COB ont également participé aux réunions préparatoires à la constitution d'un groupe relatif à la gestion d'actifs. La Commission souhaite en effet l'extension du champ du CESR au domaine de la gestion collective et entend commencer dès 2004 des travaux de réflexion communs sur ce sujet.

¹³
Voir *supra*,
pages 36 et suivantes

1 Le séminaire de réflexion sur la volatilité

Le président de la COB, assisté du secrétaire général du CMF, a animé un séminaire de réflexion sur la volatilité des marchés. Les conclusions de ce séminaire ont permis de dégager plusieurs idées et pistes de réflexions et en particulier la nécessité de renforcer :

- l'information du marché sur certains types de transactions ;
 - l'importance des processus de formation des prix et leur lien avec la structure des marchés.
- Les participants se sont interrogés sur l'évolution des acteurs de marché, notamment les gérants de fonds, d'une gestion active vers une gestion passive (fonds indexés, fonds indiciaires cotés et non cotés, et « *benchmarked funds* ») ; sur le recours à la gestion de *hedge funds* au lieu des outils traditionnels ; sur la gestion du risque au travers des nouveaux produits.

De manière sous-jacente a été évoqué le risque de migration de certaines activités financières vers des sphères moins régulées. Les conclusions de ce séminaire ont été présentées au Comité technique de l'OICV et au FSF.

2 Les travaux CESR/SEBC

En octobre 2001, CESR et le système européen des banques centrales SEBC ont constitué un groupe de travail commun sur les processus de règlement et de livraison des titres en Europe. L'objectif de ce groupe est la définition de standards communs en vue d'améliorer la sécurité, la qualité et l'efficacité des activités de *post* marché. Ces standards ont vocation à développer et à préciser pour les pays membres de l'Union européenne les recommandations formulées par le rapport CPSS IOSCO « Recommandation pour les systèmes de règlement-livraison de titres » publié en novembre 2001.

Le groupe de travail s'est d'abord orienté vers une approche purement fonctionnelle au terme de laquelle toute entité, quel que soit son statut, exerçant des fonctions similaires devait être soumise à la même réglementation, tout en considérant que les *Central Securities Depositories* (CSD) tels Euroclear France, les *International Central Securities Depositories* (ICSD), tels Euroclear ou Clearstream et les teneurs de compte-conservateurs (banques agents/teneurs de compte-conservateurs) remplissaient des rôles largement similaires.

Ces travaux ont donné lieu à un premier document soumis à consultation durant l'été 2003.

Outre une introduction présentant l'objet des réflexions engagées et les replaçant dans le contexte des différentes initiatives en cours au niveau européen, ce document comporte une série de 19 standards.

Les standards 6 (*Central Securities Depositories*) et 9 (*Risk controls in systemically important systems*) ont inspiré les réactions les plus nombreuses. En effet, ils cristallisent le débat sur les différentes approches possibles en termes de régulation. D'une part, une approche fonctionnelle qui préconise de réguler l'ensemble des acteurs en fonction de leurs seules

activités et non de leur statut, afin de garantir que tous soient sur un pied d'égalité et de stimuler la concurrence. Au contraire, une autre approche qui met en valeur les spécificités institutionnelles, et notamment le caractère de « service public » des dépositaires centraux.

Les réponses à la consultation ont notamment fait apparaître une forte opposition de la communauté bancaire à l'assimilation des teneurs de compte-conservateurs aux ICSD¹⁴ dans la gestion et le contrôle des risques, Euroclear et Clearstream trouvant en revanche une cohérence à cette approche. Le champ d'activité possible d'un dépositaire central (CSD) a également suscité des vues divergentes entre les partisans de dépositaires centraux (CSD) exerçant un rôle essentiel d'infrastructure devant rester distincte d'activités bancaires porteuses de risques et ceux considérant qu'un (I)CSD doit pouvoir lui-même faire du crédit ou se porter contrepartie dans des opérations de prêt-emprunt de titres pour faciliter le dénouement des opérations.

Lors de cette même consultation, le *Banking Supervision Committee* a souligné que les superviseurs prudeniels disposaient, avec Bâle II et notamment son Pilier II, d'un dispositif leur permettant de prendre les mesures qui pourraient s'avérer nécessaires pour faire face aux risques afférents à l'activité des teneurs de compte-conservateurs les plus importants dont la défaillance serait susceptible d'être porteuse d'un risque systémique pour l'ensemble du système de règlement-livraison.

La réflexion du groupe de travail devrait aboutir en 2004, avec en toile de fond la communication de la Commission européenne publiée le 28 avril 2004 sur le sujet des activités de *post* marché qui propose une directive reprenant les principales dispositions des travaux CESR/SEBC.

3 Les contributions au Rapport Lamfalussy

Sur un plan plus structurel, l'Autorité des marchés financiers a souhaité promouvoir le rôle du CESR et renforcer l'intégration des régulateurs européens. À ce titre, elle a porté un intérêt particulier au rapport produit par le groupe inter-institutionnel de suivi du processus Lamfalussy et en a soutenu les conclusions. En particulier, l'AMF a insisté pour que le niveau 2, à savoir les mesures de comitologie, permette une harmonisation aussi grande que possible de la réglementation des États membres, le niveau 3 ayant pour finalité de préciser les modalités de mise en œuvre de la règle en vue de l'application au niveau national des législations de niveaux 1 et 2.

La fin du plan d'action devrait également conduire à structurer la réflexion sur ce point notamment pour ce qui concerne la coordination des transpositions des directives et la convergence des pratiques.

Des réflexions plus stratégiques sur ces sujets ont été amorcées lors de la réunion de Dublin en décembre. Un séminaire des Présidents s'est tenu début 2004 et une « *task force* » a été constituée, chargée de faire rapport sur le développement du CESR.

¹⁴ Sont visés ici les deux systèmes internationaux de règlement-livraison : Euroclear et Clearstream.

Compte tenu des mérites qui lui ont été reconnus, le processus Lamfalussy a été étendu aux secteurs de la banque et des assurances.

B

Les sous-groupes permanents : *Review-Panel*, CESR-Pol et CESR-Fin

1

Review Panel (Panel d'exécution)

Le *Review Panel* est un groupe permanent qui a vocation à assurer une transposition harmonisée des standards du CESR et, au-delà, des mesures de niveau 2. Ce groupe est présidé par le vice-président du CESR, M. Kaarlo Jännäri, président de l'autorité finlandaise.

Les services de la COB et du CMF ont participé aux premiers travaux du CESR concernant la transposition des standards relatifs aux règles de conduite et aux systèmes de négociations alternatifs. Ces travaux préfigurent le rôle important que le CESR devra jouer en matière d'harmonisation des réglementations et des pratiques nationales nécessaires à la réalisation d'un marché unique des services financiers. Ces premiers travaux ont conduit chaque membre du CESR à indiquer le degré de conformité des réglementations nationales avec les standards du CESR. Ces travaux, publiés début mars 2004, ne vont pas au-delà d'un simple exercice d'auto-évaluation. Au demeurant, le CESR entend développer un véritable processus d'évaluation des transpositions des règles nationales.

2

CESR-Pol

Ce groupe de travail, créé en 1999 à la suite de la signature, sous l'égide du *Forum of European Securities Commissions* (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 17 Commissions membres du CESR. Le chef du service de l'inspection de la COB, devenu directeur des enquêtes et de la surveillance des marchés de l'AMF, participe, depuis sa création, aux travaux de CESR-Pol.

En vue de leur prochaine adhésion à l'Union européenne, CESR-Pol a accueilli dès janvier 2003 les représentants des Commissions de huit pays candidats, avec un statut d'observateur, lors de ses réunions.

L'objectif principal de ce groupe, qui se réunit régulièrement et au minimum trois fois par an, 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, de permettre aux autorités de rassembler les données nécessaires au bon déroulement de leurs enquêtes et de coordonner leurs efforts lors d'investigations internationales.

Ce groupe identifie également les questions de fond qui se posent dans son domaine de compétence et rapporte les résultats de ses travaux au CESR dans son ensemble, afin que des propositions concrètes soient transmises à la Commission européenne.

Ainsi, au cours de l'année 2003, CESR-Pol a développé et finalisé une procédure standard pour faciliter les échanges d'informations entre membres dans le cadre de l'accord multilatéral du CESR, et, devrait prochainement finaliser une proposition de recommandation (« *Best Practices Guidelines* ») pour la mise en œuvre d'auditions/prises de déposition conjointes dans le cadre d'enquêtes transfrontières.

Sur la question de la surveillance internet, les membres qui ont déjà développé leur propre système ont partagé leurs expériences et CESR-Pol a proposé la mise en place d'un réseau de responsables de surveillance internet, avec un objectif opérationnel.

Enfin, le groupe a poursuivi ses travaux visant à apporter une réponse collective aux problèmes de coopération internationale et d'échange d'informations qu'ont pu rencontrer les membres du groupe dans leurs relations avec certains pays tiers.

En 2004, il est prévu que le groupe se consacre particulièrement à la mise en œuvre de la directive Abus de marché, en s'attachant en particulier à définir et proposer des mesures dites de niveau 3 dans le cadre du processus Lamfalussy.

3

CESR-Fin

CESR-Fin, créé en 2001, est un comité permanent du CESR dont le rôle principal qui se situe dans le domaine de l'information financière est de suivre et de coordonner l'activité de ses deux sous-comités : SISE (*Subcommittee on International Standards Endorsement*) chargé de l'approbation des normes comptables internationales et SCE (*Sub Committee on Enforcement*), chargé de la vérification de leur correcte application.

3/a

SISE

La tâche essentielle du SISE est de participer activement aux discussions liées à l'adoption des normes comptables publiées par l'IASB¹⁵, le régulateur comptable international. Le sous-comité suit, à cette fin, au niveau européen, les discussions préparatoires à l'élaboration et l'approbation des normes au sein du Comité de la réglementation comptable (ARC¹⁶), de l'EFRAG¹⁷, de l'IFRIC¹⁸ et du SAC¹⁹ grâce à son statut d'observateur au sein de chacun de ces comités. Le mécanisme européen d'adoption des normes comptables internationales peut être schématisé comme suit.

¹⁵ Il s'agit des normes IAS (*International Accounting Standards*) devenues normes IFRS (*International Financial Reporting Standards*) ainsi que des interprétations SIC (*Standing Interpretations Committee*) devenues interprétations IFRIC (*International Financial Reporting Interpretation Committee*).

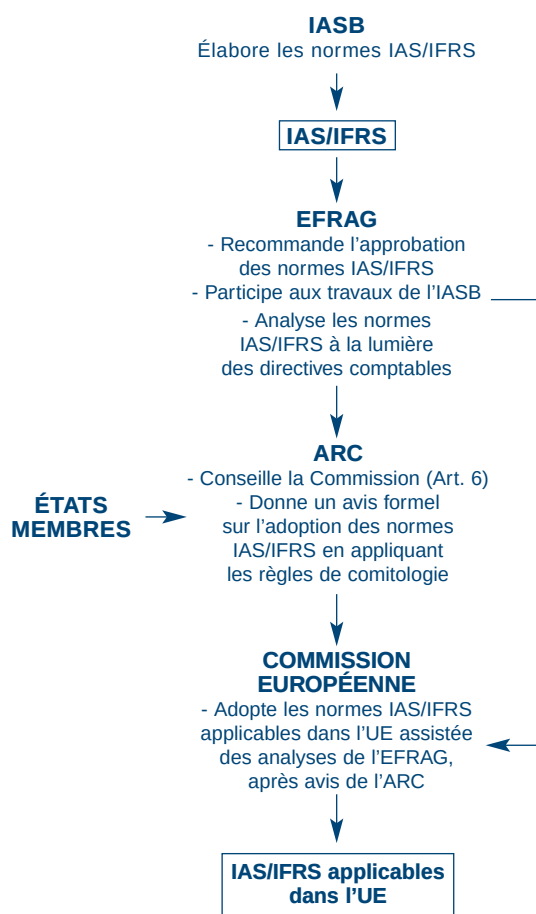
¹⁶ Accounting Regulatory Committee, l'ARC est le niveau politique dans le mécanisme européen d'adoption des normes comptables internationales.

¹⁷ European Financial Reporting Advisory Group, l'EFRAG constitue le niveau technique dans le mécanisme européen d'adoption des normes comptables internationales.

¹⁸ International Financial Reporting Interpretation Committee, comité chargé d'interpréter les normes de l'IASB.

¹⁹ Standards Advisory Council, véritable forum permettant une participation très large au processus d'élaboration des normes IAS/IFRS.

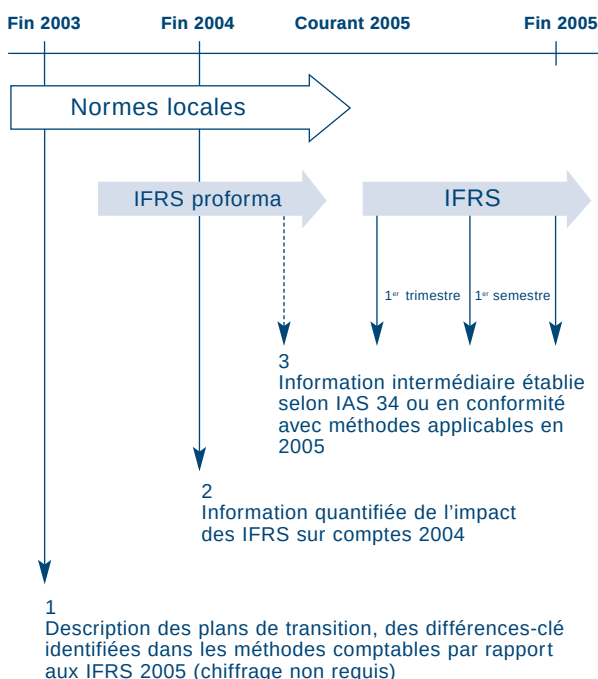
Le mécanisme d'approbation des normes IAS/IFRS



Les travaux menés au niveau de la Commission européenne (dont notamment le règlement dit « IAS »²⁰, la modernisation des directives²¹ et le projet de directive transparence) ont été suivis attentivement grâce à la présence aux côtés des régulateurs, en tant qu'observateur, d'un représentant de la Commission européenne.

Une attention toute particulière a été apportée par le sous-comité en 2003 à la préparation de la phase de transition marquant le passage des normes comptables nationales aux normes comptables internationales avec le souci d'une application stricte et rigoureuse des textes, mais aussi en faisant preuve d'un certain pragmatisme lié à la stabilisation tardive du corps de normes IAS/IFRS applicable en 2005 (fin 2003 et à la fin du premier trimestre 2004), c'est-à-dire dès 2004 à des fins de comparabilité. Après plus d'un an de préparation, le sous-comité a publié en octobre 2003 son projet de texte puis le 30 décembre 2003 la version définitive de ses recommandations²². Il revient à chacun des membres du CESR d'adopter la démarche qu'il jugera appropriée pour diffuser ces recommandations sur son territoire national. Les principales recommandations sont résumées dans le schéma suivant.

Informations complémentaires recommandées par CESR-FIN



En 2004, l'attention du SISE sera particulièrement tournée vers la finalisation et l'approbation des normes IAS32 et IAS39 relatives aux instruments financiers mais aussi d'autres normes à venir telles que les regroupements d'entreprises et les contrats d'assurance. L'approbation des normes récentes importantes telles que IFRS1 sur l'adoption du référentiel international, IFRS2 relative aux paiements en actions et assimilés et la série des améliorations apportées aux normes IAS (*Improvements*) sera également examinée.

Le SISE travaillera également sur l'application des normes IFRS aux entreprises d'investissement et aux entités non cotées qui ont l'intention d'inscrire leurs titres sur un marché réglementé.

Enfin, le sous-comité devrait examiner certaines questions pratiques liées à la présentation d'information financière historique comprise dans les prospectus.

3/b
SCE

Afin de contribuer au développement et à la mise en place d'une approche commune de la vérification de la correcte application des normes en matière²³ d'information financière en Europe, le sous-comité SCE a émis sa norme n° 1 en avril 2003. Ce document contient 21 principes généraux visant à établir un cadre harmonisé et des normes de haute qualité de revue par les régulateurs européens des comptes établis conformément aux IFRS²⁴. Il convient de préciser que les méthodes de travail des services de l'AMF sont d'ores et déjà très largement conformes aux principes proposés.

À partir de ses travaux initiaux, le SCE a publié le 7 octobre 2003 un second projet de norme sur la vérification de la correcte application des normes

²⁰ Règlement n° 1606/2002.

²¹ La directive de modernisation des directives comptables a été adoptée le 6 mai 2003 (voir ci-après).

²² Le texte complet des recommandations pour la transition aux IFRS est disponible sur le site de CESR à l'adresse suivante : www.cesr-eu.org

²³ Financial Information : Enforcement of Standards on Financial Information in Europe.

²⁴ Le document peut être obtenu sur le site de CESR (voir adresse ci-avant).

en matière d'information financière (*enforcement*) qui propose des mécanismes conçus pour établir une coordination appropriée des pratiques en la matière en Europe. Les principaux éléments de cette proposition sont les suivants :

- les décisions des régulateurs seraient évoquées avec des tiers qui ne sont pas des régulateurs au sein d'un comité des organismes nationaux européens chargés de vérifier la correcte application des normes²⁵ qui serait créé à cette fin ;
- les décisions des régulateurs devraient être prises en tenant compte des décisions déjà prises au niveau national par les organismes nationaux européens chargés de vérifier la correcte application des normes ;
- ces décisions devraient être consignées au sein d'un outil pratique prenant la forme d'une base de données.

La priorité du SCE en 2004 est de finaliser les mécanismes prévus de coordination des décisions en matière de vérification de la correcte application des normes en matière d'information financière.

En outre, le sous comité prévoit de développer d'autres textes relatifs à l'application des pouvoirs d'investigation et de demandes de correction en s'appuyant notamment sur les dispositions du projet de directive transparence ainsi que sur la directive prospectus.

3/c

Les autres activités de CESR-Fin en 2003

CESR-Fin est également chargé de traiter les sujets entrant dans son champ mais qui ne sont pas attribués à ses deux sous-comités, SISE et SCE. En particulier, CESR-Fin a été mandaté pour formuler des commentaires sur la restructuration envisagée de l'EFRAG²⁶ et de l'IASCF²⁷. En effet, le suivi de la réorganisation de ces deux organismes est essentiel pour obtenir une conception appropriée des normes comptables et une approbation efficace de celles-ci en Europe.

Enfin, CESR-Fin s'intéresse de près aux développements européens en matière d'audit et, notamment, ceux concernant les normes d'audit, dont l'indépendance des auditeurs et les systèmes de contrôle qualité. Ces éléments seront examinés plus particulièrement en 2004 à travers la modernisation de la 8^{ème} directive entreprise actuellement par la Commission européenne²⁸.

3 L'HARMONISATION COMPTABLE EUROPÉENNE ET INTERNATIONALE

En 2003, les travaux d'harmonisation comptable européens ont connu des avancées notables avec l'adoption du règlement européen sur les normes IAS/IFRS et la modernisation des directives comptables. Les interactions très fortes entre ce règlement, les directives (qui doivent être compatibles avec les normes IAS/IFRS) et le droit

comptable des Etats membres ont nécessité des explications complémentaires de la part de la Commission européenne. La Commission a également défini 10 priorités relatives au contrôle légal des comptes visant à améliorer les contrôles et protéger les investisseurs. L'objectif étant d'arriver à un corps de règles applicables dans l'Union européenne. Enfin, le régulateur comptable international, l'IASB, a publié de nouvelles normes IAS/IFRS et engagé un certain nombre de travaux sur les futures normes.

A La concrétisation des travaux d'harmonisation des règles comptables internationales et du contrôle des comptes

1 Le règlement européen sur l'application des normes comptables internationales

Le Comité de réglementation comptable européen (ARC) a approuvé le 16 juillet 2003 à l'unanimité la proposition de règlement de la Commission européenne visant à adopter, pour utilisation obligatoire à compter du 1^{er} janvier 2005, l'ensemble des normes IAS/IFRS existant au 14 septembre 2002 à l'exclusion des normes 32 et 39 relatives aux instruments financiers et des interprétations y afférentes (SIC 5, 16 et 17)²⁹.

Cette décision fait suite aux conclusions des ministres des finances des pays de l'Union lors de leur sommet du 15 juillet à Bruxelles. Outre la confirmation de la stratégie européenne en faveur de l'application des normes comptables internationales, les conclusions du Conseil encouragent notamment la Commission européenne à :

- trouver les moyens nécessaires pour améliorer le rôle et le processus de travail de l'EFRAG afin de s'assurer de la prise en compte des préoccupations européennes ;
- faire en sorte que l'IASB révise sa structure actuelle afin de s'assurer que toutes les parties concernées auront pleinement l'occasion de participer à l'élaboration des normes et que celles-ci prendront en compte leur impact économique.

La décision du Comité de réglementation comptable a été publiée au Journal officiel de l'Union européenne sous la forme du règlement CE n° 1725/2003 de la Commission européenne portant adoption de certaines normes comptables internationales, avec en annexe à celui-ci, la liste et le texte intégral desdites normes et interprétations traduites dans toutes les langues de la Communauté.

2 La modernisation des directives comptables

Le 6 mai 2003, la Commission européenne a adopté la directive modifiant les directives comptables de l'Union européenne³⁰.

²⁵ European Enforcers Coordination Sessions.

²⁶ L'organe de gouvernance de l'EFRAG a émis fin 2003 un appel à commentaires intitulé *Proposals for the Enhancement of the Role and Working Process of EFRAG*.

²⁷ *International Accounting Standards Committee Foundation*, fondation de l'IASB comprenant notamment l'organe de gouvernance du normalisateur comptable international. Un appel à commentaires intitulé *Identifying issues for the IASC Foundation constitution review* a été publié en novembre 2003.

²⁸ Voir *infra*, page 51.

²⁹ Bulletin mensuel COB, n° 383 d'octobre 2003, p. 176.

³⁰ Le texte intégral des directives comptables modifiées est disponible à l'adresse suivante : http://europa.eu.int/comm/internal_market/accounting/officialdocs_fr.htm#directives

Le règlement sur l'application des normes comptables internationales prévoit que toutes les sociétés européennes cotées sur un marché réglementé seront tenues d'élaborer à partir de 2005 leurs comptes consolidés sur la base des normes comptables internationales adoptées³¹. Les États membres peuvent, sur option, étendre cette obligation aux sociétés non cotées et aux comptes sociaux annuels. Lorsque les normes IAS/IFRS ne sont pas appliquées, les dispositions détaillées des quatrième et septième directives comptables, telles que modifiées par la nouvelle directive de modernisation, continueront à servir de base aux exigences comptables de l'Union européenne.

Les modifications apportées aux directives comptables permettent d'éliminer toute discordance avec les normes comptables internationales. Elles permettent notamment une comptabilité appropriée des entités *ad hoc* en supprimant la nécessité, pour consolider de telles entités, de détenir un lien en capital avec celles-ci. Il sera ainsi plus difficile pour une société de dissimuler des engagements en créant des structures artificielles qu'elle contrôle en réalité mais qui, si l'on considère uniquement leur actionnariat, semblent n'avoir pratiquement aucun lien avec la société mère.

En raison de la relation étroite existant, dans certains États membres, entre les comptes annuels et la fiscalité, il importe que chaque État se rapproche des normes IAS/IFRS au rythme qui lui convient. C'est la raison pour laquelle la plupart des modifications apportées aux directives comptables se présentent sous la forme d'options offertes aux États membres afin de permettre un alignement graduel des exigences comptables nationales sur les normes IAS/IFRS.

Les modifications proposées indiquent en outre clairement que, dans le rapport de gestion, l'analyse des risques et des incertitudes auxquels la société doit faire face ne doit pas être limitée aux aspects financiers de l'activité de l'entreprise. L'objectif est d'encourager la publicité, le cas échéant, des aspects sociaux et environnementaux.

Les modifications proposées vont enfin dans le sens d'une présentation harmonisée des rapports du vérificateur légal des comptes, en précisant le contenu obligatoire de ces rapports, qui visent à donner l'assurance que les comptes sont fiables. Les nouvelles exigences sont compatibles avec celles des normes d'audit internationales³².

3 La communication de la Commission européenne de novembre 2003

Certaines articulations entre le règlement IAS, les directives comptables européennes et le droit comptable national n'apparaissant pas clairement, les États membres ont demandé à la Commission européenne de commenter les questions pour lesquelles des clarifications apparaissent nécessaires. Ces questions ont été retenues compte tenu des débats du Comité de réglementation comptable et du Comité de contact³³ et les positions de la Commission ont été publiées en novembre 2003 dans un document intitulé

« Observations concernant certains articles du règlement (CE) n° 606/2002 du Parlement européen et du Conseil, du 19 juillet 2002, sur l'application des normes comptables internationales ainsi que la quatrième directive (78/660/CEE)³⁴ du Conseil, du 25 juillet 1978, et la septième directive (83/349/CEE)³⁵ du Conseil, du 13 juin 1983, sur la comptabilité »³⁶.

Les principaux points abordés sont repris ci-après.

3/a

Les normes IAS non encore approuvées et les normes IAS rejetées par l'Union européenne

Lorsqu'il s'applique, le règlement IAS impose l'établissement des comptes conformément aux normes IAS/IFRS approuvées, c'est-à-dire aux normes IAS/IFRS adoptées par l'Union européenne. En conséquence, lorsqu'une norme n'a pas été approuvée, les sociétés établissant leurs comptes conformément au règlement IAS ne sont pas tenues ou, dans certains cas, pas autorisées à l'appliquer.

Dans la mesure où elle n'est pas incompatible avec les normes adoptées, une norme qui n'a pas encore été approuvée par l'Union européenne ou qui a été rejetée par celle-ci peut être utilisée à titre d'orientation.

En revanche, si elle contredit une norme qui a été approuvée, s'il s'agit par exemple, d'une norme modifiée, une norme rejetée ne peut pas être utilisée. Les sociétés doivent alors continuer à se conformer pleinement à la norme avalisée par l'Union européenne.

3/b

Note relative aux méthodes comptables suivies

L'obligation légale prévue dans le règlement IAS concerne les comptes qui doivent être établis conformément aux normes IAS/IFRS adoptées, c'est-à-dire avalisées par l'Union européenne. Aussi, les entreprises doivent-elles le préciser clairement dans la note sur les méthodes comptables suivies.

À la suite du changement de nom des normes IAS, devenues normes IFRS après la restructuration de l'IASB en 2001, cette note devrait faire référence aux états financiers établis « conformément aux normes IFRS adoptées en vue de leur application dans l'Union européenne ». Toutefois, si aucune norme n'a été rejetée et que toutes les normes émises par l'IASB ont été approuvées, il ne serait pas nécessaire de préciser « adoptées en vue de leur application dans l'Union européenne » et il suffirait d'indiquer « conformément aux normes IFRS ».

3/c

Statut du Cadre conceptuel de l'IASB, des annexes aux normes IAS et des guides d'application des normes IAS

Selon la norme IAS 1³⁷, l'application des normes comptables internationales et des interprétations correspondantes, accompagnée de la présentation d'informations supplémentaires si nécessaire, est réputée conduire à des états financiers donnant une image fidèle. La norme IAS 1 dispose, en outre, que les états financiers ne doivent pas être décrits comme se conformant aux normes comptables internationales s'ils ne se conforment pas à toutes les dispositions applicables de chaque norme et de chaque interprétation.

31 Le texte intégral de ce règlement est repris dans le bulletin mensuel COB, n° 383 d'octobre 2003, pages 190 et suivantes.

32 Il s'agit des ISA *International Standards on Auditing* publiées par le *International Auditing and Assurance Standards Board*.

33 Le Comité de contact a été institué conformément à l'article 52 de la quatrième directive du Conseil et est plus particulièrement chargé d'examiner les directives comptables.

34 Il s'agit de la directive portant sur l'établissement des comptes sociaux.

35 Il s'agit de la directive portant sur l'établissement des comptes consolidés.

36 Document disponible à l'adresse suivante : http://europa.eu.int/comm/internal_market/accounting/docs/ias/200311-comments/ias-200311-comments_fr.pdf

37 La norme IAS1 traite de la présentation des états financiers et date de 1997. Elle a été révisée en décembre 2003 dans le cadre des améliorations postérieurement à la communication de la Commission européenne. Néanmoins, la philosophie de cette partie de la norme reste essentiellement la même.

Les normes IAS/IFRS fixent des règles en matière de comptabilisation, d'évaluation, de présentation et d'information à fournir applicables aux transactions et aux événements importants. Celles-ci sont fondées sur le Cadre conceptuel pour la préparation et la présentation des états financiers (ci-après « le Cadre »), qui explicite les concepts à la base des informations présentées dans les états financiers. L'objectif du Cadre est de faciliter une élaboration cohérente et logique des normes IAS/IFRS.

Toutefois, le Cadre lui-même ne constitue pas une norme comptable internationale ni une interprétation et, partant, ne doit pas être inscrit dans le droit communautaire. Il offre néanmoins une base d'appréciation dans le cas où il n'existe pas de norme ni d'interprétation spécifiquement applicable à un élément des états financiers. En ce cas, les normes IAS/IFRS imposent à la société d'exercer son jugement afin d'élaborer et d'appliquer une méthode comptable aboutissant à la présentation d'informations pertinentes et fiables. Aux fins de ce jugement, la société est tenue de prendre notamment en considération les définitions ainsi que les critères de comptabilisation et d'évaluation énoncés dans le Cadre.

De la même manière, lorsqu'une norme IAS/IFRS ou une interprétation s'applique à un élément des états financiers, la société doit sélectionner la méthode comptable à appliquer à cet élément en tenant compte de l'éventuelle annexe à la norme, même si elle n'en fait pas proprement partie et n'a pas été publiée au JOUE, telle que le guide d'application de la norme ou le fondement des positions des membres de l'IASB³⁸.

Étant donné son importance potentielle, le Cadre de l'IASB a été joint en annexe à la communication de la Commission européenne.

3/d

Définition des « comptes consolidés »

S'appliquant uniquement aux comptes consolidés, les dispositions du règlement IAS ne prennent effet que lorsque des comptes consolidés sont par ailleurs exigés. La question de savoir si une société doit ou non établir des comptes consolidés continuera d'être tranchée par référence au droit national transposant la septième directive.

Obligation générale

Sous réserve de certaines exemptions (voir ci-après), la septième directive énonce les circonstances dans lesquelles une société est tenue d'établir des comptes consolidés. Lorsque les circonstances, telles que transposées en droit national, exigent l'établissement de comptes consolidés, les obligations prévues dans le règlement IAS s'appliquent également à ces comptes consolidés.

Exemptions de l'obligation d'établir des comptes consolidés

Les exemptions de l'obligation générale d'établir des comptes consolidés sont énoncées dans la septième directive, y compris l'exemption fondée sur le seul critère de la taille. Lorsqu'une société n'est pas tenue d'établir des comptes consolidés du fait d'une exemption prévue dans les dispositions de droit national découlant des directives comptables, les exigences du règlement IAS relatives aux comptes consolidés

ne s'appliquent pas, puisqu'il n'y a pas de «comptes consolidés» auxquels elles pourraient s'appliquer.

Exclusions du périmètre de consolidation

Certaines exclusions du périmètre de consolidation sont prévues par la septième directive. Comme on l'a précédemment noté, c'est le droit national dérivé des directives comptables qui indique si des comptes consolidés doivent, ou non, être établis. Dans l'affirmative, ce sont toutefois les normes IAS/IFRS adoptées qui dictent le périmètre de consolidation et, partant, déterminent quelles entités doivent être incluses dans les comptes consolidés et comment elles doivent l'être. Par conséquent, les exclusions du périmètre de consolidation découlant des directives comptables ne sont pas pertinentes, dès lors que les comptes consolidés sont établis conformément aux normes IAS/IFRS adoptées.

3/e

Élaboration, par les États membres, de dispositions en matière d'informations à fournir allant au-delà des normes IAS/IFRS

La mise en œuvre d'un cadre unique d'information financière, qui est un des objectifs du règlement IAS, et selon lequel tous les comptes concernés sont directement comparables, produira tous ses avantages si les États membres ne réclament pas la publication, dans les comptes annuels ou consolidés établis conformément aux normes IAS/IFRS adoptées en vertu dudit règlement IAS, d'informations qualitatives ou quantitatives non pertinentes ou d'informations pour lesquelles une publication distincte serait plus appropriée.

Les exigences supplémentaires de publicité inscrites dans le droit national – qu'elles découlent des directives comptables ou résultent d'une initiative des États membres eux-mêmes – pourront néanmoins continuer à s'appliquer sous réserve d'être pertinentes et de ne pas relever du champ d'application des IAS adoptées.

Ainsi, les autorités de contrôle ou les régulateurs des marchés de valeurs mobilières, notamment, pourront toujours exiger la publication d'informations supplémentaires :

- qui doivent être fournies en dehors des comptes annuels (ou consolidés) auxquels s'applique le règlement IAS, par exemple, dans le rapport gestion ou dans un document distinct joint aux états financiers ; ou
- qui doivent être fournies dans les notes annexes aux comptes annuels (ou consolidés) auxquels s'applique le règlement IAS, lorsque le sujet couvert est perçu comme hautement important pour ces comptes (par exemple, certaines informations relatives au gouvernement d'entreprise, telle que la rémunération individuelle des dirigeants), sans pour autant relever du champ d'application des IAS, parce que non nécessaire à la présentation de l'image fidèle exigée par ces normes.

4

Le contrôle légal des comptes

La Commission européenne a proposé, le 21 mai 2003, dix priorités relatives au contrôle légal des comptes dans l'ensemble de l'Union européenne dans un communiqué intitulé « *Audit des comptes des sociétés : la Commission définit dix priorités visant à améliorer la qualité des contrôles et à protéger les investisseurs* »³⁹. L'objectif est que les investisseurs

³⁸ Basis for conclusions.

³⁹ Document disponible à l'adresse suivante : http://europa.eu.int/comm/internal_market/fr/company/audit/index.htm

puissent se fier à l'exactitude des comptes audités, de prévenir les conflits d'intérêts des contrôleurs et d'accroître le degré de protection de l'UE contre des scandales de type Enron.

Le plan d'action de la Commission annonce des propositions de nouvelles réglementations communautaires qui modifieront radicalement la législation actuelle et qui étendront son champ d'application. Une fois adoptées, ces propositions fourniront, pour la première fois, un ensemble exhaustif de règles communautaires relatives aux modalités de conduite des audits et à l'infrastructure d'audit nécessaire pour garantir la qualité des contrôles.

Le plan d'action définit des priorités à court et à moyen termes.

4/a

Résumé des priorités à court terme

Moderniser la 8^{ème} directive sur le droit des sociétés

La Commission présentera une proposition visant à moderniser la 8^{ème} directive sur le droit des sociétés pour en faire une réglementation exhaustive qui définira les principes applicables à toutes les missions de contrôle légal des comptes effectuées dans l'UE. Ces principes concerneront le contrôle public, le contrôle de qualité externe, l'indépendance des auditeurs, le code d'éthique, les normes d'audit, les sanctions disciplinaires, la désignation et la révocation des contrôleurs légaux.

Renforcer l'infrastructure réglementaire de l'UE

La proposition de 8^{ème} directive actualisée prévoira également la création d'un comité de réglementation de l'audit. La Commission européenne adoptera, conformément à la procédure de comitologie, les mesures d'exécution des principes énoncés dans la directive. L'actuel Comité de l'audit, rebaptisé Comité consultatif de l'audit, composé de représentants des États membres et de la profession, poursuivra ses travaux en tant que comité consultatif.

Renforcer le contrôle public de la profession de l'audit

La Commission européenne et le Comité consultatif de l'audit analyseront les systèmes de contrôle public existants et élaboreront des exigences minimales en la matière. La Commission définira un mécanisme de coordination communautaire qui devra relier entre eux les systèmes nationaux de contrôle public en un réseau européen efficace.

Imposer l'application des normes internationales d'audit (ISA) pour le contrôle légal des comptes dans toute l'UE

La Commission européenne et le Comité consultatif de l'audit prépareront la mise en œuvre des ISA à partir de 2005. Ces travaux comprendront : une analyse des exigences communautaires et nationales en matière d'audit non couvertes par les ISA, la mise au point d'une procédure d'approbation, un rapport d'audit commun et des traductions de qualité. La Commission œuvrera à l'amélioration du processus de normalisation de l'IFAC, en veillant notamment à ce qu'il tienne pleinement compte de l'intérêt général. Sous réserve de progrès satisfaisants, la Commission proposera un instrument juridique contraignant prévoyant l'application des ISA à partir de 2005.

4/b

Résumé des priorités à moyen terme

Amélioration des sanctions disciplinaires

La Commission européenne et le Comité consultatif de l'audit évalueront les systèmes nationaux de sanctions

disciplinaires afin de déterminer une approche commune et institueront l'obligation pour les États membres de coopérer dans les affaires transfrontières.

Améliorer la transparence des sociétés d'audit et de leurs réseaux

La Commission européenne et le Comité consultatif de l'audit élaboreront des obligations de publicité à l'intention des sociétés d'audit couvrant, notamment, leurs relations avec leurs réseaux internationaux.

Gouvernement d'entreprise : renforcement des comités d'audit et du contrôle interne

La Commission européenne et le Comité consultatif de l'audit travailleront sur les points suivants : désignation, révocation et rémunération des contrôleurs légaux des comptes et communication entre le contrôleur légal des comptes et la société faisant l'objet de l'audit. La Commission et le Comité examineront également la situation en ce qui concerne la participation du contrôleur légal des comptes à l'évaluation des systèmes de contrôle interne.

Renforcer l'indépendance de l'auditeur et le code d'éthique

La Commission européenne étudiera l'incidence d'une attitude plus restrictive concernant les services autres que d'audit fournis aux clients par les sociétés d'audit. La Commission poursuivra le dialogue réglementaire entre l'Union européenne et les États-Unis sur l'indépendance des auditeurs en vue d'amener les États-Unis à reconnaître l'équivalence de l'approche communautaire. La Commission et le Comité consultatif de l'audit analyseront les codes d'éthique existants des États membres et le code de l'IFAC afin de déterminer les éventuelles actions appropriées.

Approfondissement du marché intérieur des services d'audit

La Commission européenne s'efforcera de faciliter l'établissement des sociétés d'audit en proposant de lever les restrictions prévues actuellement dans la 8^{ème} directive en matière de propriété et de gestion. Elle soustraira les services d'audit au champ d'application de sa proposition sur la reconnaissance des qualifications professionnelles par une modification de la 8^{ème} directive intégrant le principe de la reconnaissance mutuelle moyennant une épreuve d'aptitude. La Commission réalisera une étude sur la structure du marché de l'audit dans l'UE et sur l'accès à ce marché.

Examiner la responsabilité de l'auditeur

La Commission européenne analysera également l'impact économique des régimes de responsabilité de l'auditeur.

B

Les nouvelles normes IAS/IFRS publiées par l'IASB et les travaux à venir

Le normalisateur comptable international, l'IASB, a publié au cours de l'année 2003 et début 2004 un nombre important de normes définitives.

IFRS1 relative à l'adoption des normes IAS/IFRS

L'IASB a publié, le 19 juin 2003, sa première norme IFRS 1 « *First-time Adoption of International Financial Reporting Standards* » relative aux conséquences comptables de l'adoption des normes IAS/IFRS. Ce texte revêt une très grande importance pour les

émetteurs européens car il précise la façon dont devra s'opérer le changement de référentiel comptable.

Le compte à rebours y est défini puisque, pour une adoption des normes à compter des exercices ouverts au 1^{er} janvier 2005, IFRS1 impose la publication d'au minimum une année de chiffres comparatifs présentés en normes IAS/IFRS. En outre, pour les entreprises présentant trois exercices, le premier exercice présenté n'a pas à être retraité en normes IAS/IFRS mais il doit être indiqué de façon très claire qu'il s'agit d'une information présentée sous un autre référentiel comptable. D'où une date de transition d'un référentiel à l'autre fixée, en pratique, au plus tard au 1^{er} janvier 2004, date à laquelle devra être établi un « bilan de départ » retraité en IAS/IFRS.

IAS32 et 39 relatives aux instruments financiers

L'IASB a publié le 17 décembre 2003 deux normes essentielles relatives à la présentation, la comptabilisation et l'évaluation des instruments financiers. Ces textes font l'objet de vives controverses notamment de la part des établissements de crédits et des compagnies d'assurance en Europe.

Améliorations de différentes normes existantes

13 normes IAS préexistantes ont été modifiées à la marge et publiées le 18 décembre 2003.

IFRS2 sur les paiements en actions et assimilés

Mi-février 2004, l'IASB a publié sa seconde norme, IFRS2, relative aux paiements en actions et assimilés, qui impose la comptabilisation en charge de l'ensemble des rémunérations en actions ou calculées à partir du prix des actions, et ce, sur la base de leur juste valeur.

Travaux à venir

Certaines autres normes, dont l'application est prévue au 1^{er} janvier 2005, ont été publiées par l'IASB au cours du premier trimestre 2004 (voir tableau ci-après).

Pour pouvoir être applicables en Europe, tous ces textes devront au préalable franchir les différentes étapes du mécanisme européen d'adoption. L'EFRAG doit se prononcer sur les aspects purement techniques alors que l'ARC statue à un niveau politique.

D'importants développements sont également attendus après le premier trimestre 2004 (voir tableau ci-dessous).

	AU 31/03/04	APRÈS LE 31/03/04
TRAVAUX PRÉVUS		
Macro couverture – amendement de IAS39 limité	Norme publiée	
Risque financier et autres amendements		Projet de norme
Regroupements d'entreprises, phase I	Norme publiée	
Regroupements d'entreprises, phase II		Projet de norme
Exploration et évaluation des ressources minières		Norme publiée
Contrats d'assurance, phase I	Norme publiée	
Contrats d'assurance, phase II		Projet de norme
Concepts – revenus et passifs liés		Projet de norme
Consolidation (y compris entités <i>ad hoc</i>)		Projet de norme
Convergence :		
- avec le FASB ⁴⁰		
. Sortie d'actifs	Norme publiée	
. IAS37 sur les provisions		Projet de norme
- remplacement de IAS20 sur les subventions		Projet de norme

4 LA COOPÉRATION À L'ÉCHELLE INTERNATIONALE

A L'organisation internationale des commissions de valeurs (OICV)

1 La conférence annuelle de l'OICV

La conférence annuelle de Séoul du 14 au 17 octobre 2003, outre la publication de la première liste de signataires de l'accord multilatéral de coopération

(*Memorandum of understanding* - MOU), a permis à la conférence des Présidents d'adopter les standards sur la supervision et la surveillance des auditeurs. Ces standards avaient été adoptés par le Comité technique en 2002 en réponse aux questions posées par l'affaire Enron. Ils deviennent ainsi des principes de l'Organisation, devant en conséquence être appliqués par l'ensemble de ses membres. La conférence des Présidents a également adopté la méthodologie relative à la mise en œuvre des trente principes de l'OICV préparés par un groupe de travail du Comité exécutif.

À l'occasion de sa conférence annuelle, l'OICV a admis en tant que membres ordinaires :

- Le *Brunei International Financial Center*,
- La *National Bank and Securities Commission* du Honduras,
- La *Stocks and Commodities Authority* des Émirats Arabes Unis,
- La *Reserve Bank* du Malawi,

⁴⁰ Il s'agit du normalisateur comptable américain.

- La *Securities and Exchange Commission* de Mongolie,
et, en tant que membre associé, le *Labuan Offshore Financial Services Authority*.

Enfin, elle a admis sept nouveaux membres affiliés :

- Le *Cayman Islands Stock Exchange*,
- Le *Channel Island Stock Exchange*,
- Le *Bahamas International Securities Exchange*,
- L'*Association of Capital Markets Intermediaries Institutions of Turkey*,
- L'*Amman Stock Exchange*,
- Le *Malta Stock Exchange*,
- Le *Securities Depository Center of Jordan*.

Ces nouvelles admissions portent à 180 le nombre de membres de l'OICV.

1/a

La transposition des principes de l'OICV

L'adoption des « Principes et objectifs de la régulation financière »

Lors de sa conférence annuelle tenue à Nairobi en septembre 1998, l'OICV avait adopté un document intitulé « Objectifs et principes de régulation financière » (*Objectives and principles of Securities Regulation*), qui fixe trente principes destinés à établir et à maintenir de hautes exigences de qualité en matière de régulation financière.

Ces principes visent trois objectifs : protéger les investisseurs, garantir que les marchés soient équitables, efficaces et transparents, réduire les risques systémiques.

Ils se subdivisent en sept catégories de principes relatifs :

- au régulateur et aux autorités professionnelles (principes 1 à 7),
- au respect des lois et règlements et à la coopération en matière de régulation (principes 8 à 13),
- aux émetteurs (principes 14 à 16),
- aux organismes de placements collectifs (principes 17 à 20),
- aux intermédiaires de marché (principes 21 à 24),
- aux marchés secondaires (principes 25 à 29),
- au règlement-livraison et à la compensation (principe 30).

Un important travail d'évaluation de la mise en œuvre des principes OICV adoptés en 1998 a été entrepris à l'échelon des régulateurs membres de l'OICV dans leurs juridictions respectives. Les trois questionnaires principaux qu'ils ont renseignés constituent une source importante d'information sur les systèmes de régulation nationaux. Le questionnaire général (*High level questionnaire*) offre une vue d'ensemble de la transposition des trente principes de l'OICV, le questionnaire relatif au régulateur (*Regulator questionnaire*) permet d'évaluer le degré de transposition des principes spécifiquement applicables aux régulateurs, et le questionnaire relatif aux émetteurs (*Issuer questionnaire*) porte sur les principes qui leur sont directement applicables.

Créé en 1998 afin de mesurer la bonne transposition des principes OICV au sein des droits nationaux, le Comité d'application des principes OICV (*Implementation Committee*) est composé de vingt-cinq régulateurs représentant les principaux marchés développés et émergents. Ses travaux ont permis d'élaborer une méthodologie commune destinée à encadrer l'exercice d'auto-évaluation des membres

en vue de faciliter la mise en conformité des réglementations nationales avec les principes OICV. Les réponses aux questionnaires d'auto-évaluation sont ensuite transmises au secrétariat général de l'OICV qui organise leur relecture par les autres régulateurs regroupés en comités régionaux (*Peer reviews*).

Le Comité poursuit son travail d'encadrement de la transposition des principes OICV et développe une réflexion sur les *minima* requis pour évaluer le degré de mise en œuvre effective des principes.

L'évaluation de la transposition des principes OICV dans les droits nationaux

Le Comité d'application des principes OICV, auquel l'AMF participe, a finalisé ses travaux de rédaction de la Méthodologie pour l'évaluation de la transposition des objectifs et principes de l'OICV (*Methodology for assessing the implementation of the IOSCO Objectives and Principles*). Ce document a été adopté par le Comité des présidents de l'OICV lors de la conférence annuelle de Séoul.

Les institutions financières internationales (FMI et Banque mondiale) ont été largement associées à ce travail, et ont ainsi pu bénéficier de l'expertise de ce groupe en vue d'homogénéiser la grille d'analyse utilisée par leurs experts en charge des missions d'évaluation FSAP (*Financial Sector Assessment Programs*).

1/b

L'accord multilatéral de coopération et d'échange d'information (MOU - *Memorandum of Understanding*)

La Commission des opérations de bourse, puis l'Autorité des marchés financiers, sont membres depuis son origine du groupe chargé d'évaluer les commissions de valeurs mobilières qui demandent à devenir signataires de l'accord multilatéral d'échange d'informations.

Le texte final de cet accord avait été adopté lors de l'Assemblée générale de l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières qui s'est tenue à Istanbul en mai 2002.

Ce groupe de travail (intitulé en anglais « *Screening Group* ») est composé de 24 Commissions, dont six appartiennent au groupe dits des « pays émergents ».

Les Commissions désirant signer cet accord doivent formuler leur candidature en répondant préalablement à un questionnaire destiné à évaluer leur capacité juridique à remplir les conditions posées par l'accord quant à l'obtention et à l'échange d'informations avec leurs homologues étrangers.

Les activités de ce groupe de travail consistent principalement à étudier les réponses apportées aux questionnaires précités, à approfondir éventuellement certaines questions avec la Commission candidate, et, sur ces bases, à formuler une recommandation sur l'acceptation de cette Commission aux trois personnes qui, au sein de l'Organisation, ont été chargées de se prononcer sur ce point, c'est à dire les Présidents du Comité technique, du Comité exécutif et du Comité des pays émergents (sous réserve d'un recours, en cas de refus, devant le Comité exécutif).

La Commission des opérations de bourse a fait l'objet de cette évaluation et a été admise parmi les tous premiers signataires en octobre 2002.

25 Commissions ont, à ce jour, été admises en tant que signataires de l'accord multilatéral, les candidatures de plusieurs autres étant actuellement en cours d'examen.

L'ensemble des signataires compose un groupe spécial, intitulé « *Monitoring Group* », qui a une double fonction : d'une part réfléchir aux questions d'ordre général se posant dans le cadre de l'application de l'accord, d'autre part faire des recommandations aux trois Présidents au sujet d'initiatives à prendre à l'égard de signataires qui ne rempliraient pas leurs obligations dans le cadre de cet accord.

L'Autorité des marchés financiers fait naturellement partie de ce groupe.

2 Les actions du Comité technique

Pour l'essentiel en 2003 le Comité technique a complété les travaux « *post Enron* » engagés en 2002 avec l'adoption de standards relatifs aux conflits d'intérêt chez les analystes travaillant au sein de prestataires de services d'investissement, et formulé les premiers principes relatifs aux agences de notation.

Les principes relatifs aux analystes financiers

Les principes visent essentiellement les analystes dits « *sell-side* » mais peuvent être étendus à l'ensemble de la profession.

Ce texte fait suite à une étude réalisée par un groupe de travail permanent de l'OICV sur les pratiques chez les différents membres du Comité technique.

Il se compose de 8 principes. Pour en assurer la mise en œuvre, le rapport de l'OICV présente une série de mesures dites « *Core measures* ». Il souligne que, nonobstant la différence des approches en vigueur dans les différents pays membres et dans le niveau de développement des marchés, ces mesures essentielles doivent être transposées dans l'appareil législatif et réglementaire de chaque membre.

Les mesures principales sont complétées par des « mesures d'application » qui peuvent être utilisées pour parfaire la mise en œuvre des principes.

Les principes peuvent être résumés de la manière suivante.

Le premier principe impose l'existence de mécanismes visant à empêcher que les intérêts financiers de l'analyste affaiblissent l'indépendance de ses recommandations. Ce principe impose notamment l'interdiction, pour un analyste autorisé à traiter pour compte propre, de faire exécuter des transactions contrairement au sens de ses recommandations et, plus encore, de faire ces opérations avant la publication d'une recherche. Il impose également la publicité des liens personnels de l'analyste ou de ses proches avec l'émetteur qu'il couvre et la publicité des intérêts financiers de l'analyste sur les sociétés qu'il couvre (ce qui s'applique également à ses positions en termes d'instruments financiers). Il faut noter que, dans ce dernier cas, les seuils au-delà desquels une déclaration s'impose n'ont pas été précisés.

Le deuxième principe porte sur l'indépendance de l'analyste au regard des intérêts de l'intermédiaire qui l'emploie. Ce principe doit notamment être transposé par :

- l'obligation pour l'intermédiaire de rendre public le fait qu'il est teneur de marché sur un titre couvert par ses analystes ;
- l'interdiction pour l'intermédiaire de traiter, en connaissance de cause, sur des instruments financiers relatifs à un émetteur si une analyse sur cet émetteur n'a pas encore fait l'objet d'une diffusion externe ;

- l'existence de procédures dites de murailles de Chine ;

- l'interdiction pour un analyste de participer, aux côtés de l'émetteur et de l'intermédiaire, aux réunions d'informations qu'ils organisent sur les opérations particulières (*road shows*).

Le troisième principe porte sur l'indépendance de l'analyste au sein de la structure qui l'emploie et sur l'établissement de sa rémunération. Il interdit en particulier à l'analyste de rapporter aux personnes en charge de la fonction de banque d'investissement, de leur faire pré-approuver ses rapports d'analyse, et il interdit que la rémunération de l'analyste soit liée à des opérations particulières.

Le quatrième principe porte sur l'existence d'un système comportant des procédures écrites visant à identifier, éliminer, gérer ou rendre publics les conflits d'intérêts.

Le cinquième principe vise à protéger l'analyste financier de pressions extérieures en particulier vis-à-vis des émetteurs qu'il couvre et pose l'interdiction pour un émetteur de diffuser des informations importantes à certains analystes en particulier.

Le sixième principe porte sur la présentation de l'analyse et notamment sur l'insertion des avertissements relatifs aux conflits d'intérêts.

Le septième principe reprend le thème consensuel de l'intégrité et de la compétence de l'analyste.

Enfin, le huitième principe rappelle l'importance de l'éducation des investisseurs.

Ces principes du Comité technique ont vocation à être approuvés par l'ensemble de l'organisation et à devenir ainsi des principes de l'OICV. Il est à noter que la réglementation française en la matière répond déjà très largement aux objectifs fixés et ne devra que marginalement être modifiée.

Ces principes devraient contribuer à enrichir la réflexion menée au sein de l'Union européenne, qui dispose ainsi d'une base commune, ses membres les plus importants en ce qui concerne les marchés financiers, le Royaume-Uni, l'Allemagne, l'Italie, la Hollande, l'Espagne et la France étant membres du Comité technique.

De manière concomitante, la Commission européenne a adopté la directive 2003/125⁴¹, mesure d'application de la directive abus de marché. Cette directive, rédigée sur la base d'un avis du CESR, définit des obligations en termes de présentation des analyses (clarté des éléments présentés, méthodologie, lisibilité des conclusions) et pose un certain nombre d'obligations relatives à la publicité d'éléments révélateurs de conflits d'intérêts potentiels. À ce titre, la directive précise la mise en œuvre les membres de l'Union européenne de certaines « *Core measures* », notamment en ce qui concerne l'indépendance de l'analyste vis-à-vis de son employeur, et de l'émetteur d'une part, de l'intermédiaire vis-à-vis de l'émetteur d'autre part (principes 2, 5 et 6).

Les principes de l'OICV viennent compléter cette directive, en dépassant le cadre de la lutte contre les abus de marché *stricto sensu*. L'OICV énonce un certain nombre de règles d'organisation et de déontologie qui pourront être utilement reprises dans le cadre de l'élaboration des réglementations européennes d'application de la future directive sur les services d'investissement en ce qui concerne la partie relative aux intermédiaires.

⁴¹
Voir *supra*,
Chapitre II
page 36.

Au plan européen, il faut également noter la publication du rapport dit du *Forum Group* sur les conflits d'intérêts et les analystes financiers. Ce rapport, rédigé à la demande de la Commission européenne par un groupe de professionnels et auquel ont contribué les services du CMF et de la CONSOB, recense cinq principes fondamentaux et élabore sur cette base 31 recommandations. Ce rapport, qui se veut une contribution au débat européen, souligne dans son préambule qu'il appartient à la Commission de prendre l'initiative de mesures législatives au niveau européen. Il apporte à cet égard une réflexion utile aux régulateurs européens dans le cadre de leur exercice de transposition des standards de l'OICV.

Dans l'ensemble, le rapport du *Forum Group* est assez proche des principes adoptés par les régulateurs de l'OICV. Les dispositions de l'OICV ne se retrouvent pas aussi précisément énoncées dans le rapport du *Forum Group*, l'objectif étant d'apporter une contribution des professionnels aux débats communautaires et d'analyser en détail les mécanismes et étudier en détails les questions posées par l'analyse financière.

Pour autant, ni le rapport de l'OICV ni le rapport du *Forum Group* ne vont assez loin pour répondre de manière concrète aux difficultés des établissements dont les activités sont transfrontières. Il appartient à la Commission européenne et aux régulateurs au sein du CESR de rechercher comment parvenir à une harmonisation à haut niveau sur ce sujet au sein de l'Union.

Les agences de notation

La réflexion sur les agences de notation procède du souhait des régulateurs de développer une réflexion commune sur des acteurs importants des marchés financiers. Elle répond également à la demande du Forum de la Stabilité Financière consécutive à la réunion du G7/G8 d'Evian placé sous la Présidence française. Par ailleurs, il est utile de rappeler que la SEC américaine, acteur majeur sur ce sujet, conduit une réflexion sur sa régulation des agences (publication d'un *concept release*).

Les travaux de l'OICV se sont déroulés en deux temps, le premier consistant à faire un état des lieux des approches des différents membres du Comité technique et le second à rédiger des principes généraux. Ce travail a été fait en étroite association avec les agences de notation qui ont été invitées à participer à une rencontre avec des experts de l'OICV. Il faut souligner à cet égard, l'intérêt sur un tel sujet d'améliorer la visibilité de l'OICV et d'engager la discussion à un niveau international avec des acteurs qui sont de fait internationaux. Les résultats détaillés de ces travaux sont consignés dans un rapport.

À la différence des principes sur les analystes financiers, les principes sur les agences de notation ne conduisent pas l'OICV à présenter des mesures impératives devant être transposées dans l'arsenal juridique des membres de l'OICV. L'opportunité de favoriser l'autorégulation ou au contraire de prendre des mesures réglementaires est laissée à l'appréciation des membres du Comité technique.

Ceci s'explique pour plusieurs raisons :

- l'absence d'une réglementation et d'un contrôle propres aux agences dans un nombre important de pays dont la France (à tout le moins jusqu'à la loi de sécurité financière) ;

- la réflexion en cours États-Unis ;

- l'élaboration, par le Comité de Bâle, de critères de reconnaissance que les régulateurs prudeniels pourront utiliser pour sélectionner des agences dont les notations pourront être utilisées pour la fixation des exigences en capital des établissements bancaires.

Le document sur les principes indique, dans son introduction, que les régulateurs feront le point dans 18 mois sur les méthodes de mise en œuvre de ces principes et sur leur cohérence avec les autres travaux internationaux.

Les principes sur les agences comportent quatre grands chapitres relatifs à la qualité et à l'intégrité du processus de notation, au processus de diffusion des notations, aux conflits d'intérêts et à l'indépendance, enfin à l'information confidentielle.

Qualité et intégrité du processus :

Les principes soulignent l'importance des procédures assurant une bonne documentation de la notation sur la base de l'information disponible, de l'obligation de maintenir à jour les notations dans le cas d'informations nouvelles susceptibles de les modifier, et de la qualité de l'organisation de l'agence et de la compétence et l'intégrité de ses personnels.

Transparence et diffusion des notations :

Outre le rappel de l'importance d'une diffusion en temps utile, le point essentiel demeure l'obligation pour une agence de diffuser les notations au public, et non uniquement à d'éventuels abonnés, lorsque celles-ci sont en tout ou partie fondées sur de l'information non publique. Les membres de l'OICV ont ainsi voulu éviter de développer une trop grande asymétrie d'information, tout en préservant la possibilité pour des agences, notamment nouvelles, de se rémunérer sur la base de notations non sollicitées fournies à des abonnés.

Les principes de l'OICV n'imposent en revanche pas la même obligation en ce qui concerne le rapport accompagnant la notation.

Indépendance et conflits d'intérêts :

De manière assez attendue, ce chapitre rappelle la nécessité d'adopter des procédures internes visant à assurer la prévention des conflits d'intérêts, de veiller à ne pas développer avec des émetteurs notés des relations d'affaires susceptibles de conduire à des conflits d'intérêts, et de mettre en place une politique de rémunération qui favorise l'indépendance des collaborateurs.

Information non publique :

Ce chapitre touche aux sujets les plus sensibles : l'accès des agences à l'information non publique et l'usage qu'elles peuvent en faire. Les régulateurs de l'OICV reconnaissent que les agences de notation peuvent recevoir une information non publique sans que le rapport n'établisse un traitement particulier pour les informations dites sensibles ou privilégiées. Cet échange d'informations doit se faire dans le cadre d'un accord de confidentialité qui la protège. L'information ainsi obtenue peut être utilisée dans le processus de notation. Les régulateurs sont sensibles au fait que la qualité du travail des agences provient d'un échange d'informations important entre un émetteur et une agence qui ne se limite pas aux informations publiques.

Pour autant, ce chapitre n'aborde pas de front la question essentielle de la diffusion de l'information non publique sensible. La lecture des principes et la référence faite dans le rapport d'étude aux principes de l'OICV sur la diffusion d'informations sensibles laisse la responsabilité de la diffusion de cette information au seul émetteur. En revanche, le comportement devant être adopté par l'agence si l'émetteur ne souhaitait pas rendre publique une information sensible qu'il lui aurait cependant communiquée n'est pas traité directement. La manière dont l'agence doit combiner les deux obligations qui pèsent sur elle consistant à assurer si nécessaire une mise à jour de la notation mais à respecter l'accord de confidentialité passé avec l'émetteur, n'est pas non plus définie.

En 2004, l'OICV devrait continuer ses travaux sur les agences en développant les principes régissant le code de bonne conduite.

Ces deux séries de principes adoptés par l'OICV manifestent de manière claire, et en particulier en ce qui concerne les analystes financiers, la volonté des régulateurs de se prononcer sans équivoque sur les pratiques répréhensibles et les bonnes pratiques. Le régulateur français devra s'attacher à les promouvoir dans le cadre des discussions au sein de l'Union européenne.

Autres travaux de l'OICV

Il convient également de noter la publication des rapports relatifs au suivi des risques des opérateurs, à la responsabilité des OPCVM en tant qu'actionnaires et à la synthèse du questionnaire relatif aux travaux sur les frais en matière de gestion collective, ainsi que la publication du rapport de la *Task Force* sur internet.

La réforme de l'IFAC

L'IFAC (Fédération internationale des auditeurs) avait entamé une réflexion au début de l'année 2003, visant à moderniser ses structures, sa gouvernance et ses méthodes de travail. Le Forum de la stabilité financière réuni en mars avait encouragé cette réforme en soulignant la nécessité de créer un comité indépendant, représentatif, agissant dans l'intérêt du public afin de superviser l'action de l'IASB. La réforme a été conduite par l'IFAC en collaboration avec un « *monitoring group* » composé de l'OICV, du Comité de Bâle, de l'Organisation internationale des superviseurs en assurance, de la Banque mondiale et de la Commission européenne.

Le point majeur de la réforme qui est contenu dans ce rapport est la création du PIOB, *Public Interest Oversight Board*, composé de personnes en charge de représenter l'intérêt public. Ce comité va jouer un rôle de supervision sur l'ensemble des comités de l'IFAC relatif à l'audit, approuvant leurs termes de référence et étant en mesure de demander la démission de leur Président. Plus fondamentalement, le PIOB supervisera les procédures suivies par l'IFAC dans l'élaboration de ses standards.

Le PIOB sera composé de 10 membres nommé par différents organismes de régulation : 4 par l'OICV dont le Président, 2 par la Commission européenne, 1 par la Banque Mondiale, 1 par le Comité de Bâle et 1 par l'IAIS (*International Association of Insurance Supervisors*) et enfin un dernier présenté par l'IFAC et représentant les auditeurs. Le Président de la COB a été désigné par l'OICV pour mener à bien

le processus de sélection des membres de l'OICV. Le président de l'AMF poursuit cette mission.

3 La participation de la COB et du CMF aux instances de l'OICV

Les services de la COB et du CMF ont participé activement aux travaux du Comité technique de l'OICV. La COB a longtemps présidé le *Standing Committee* 4 rassemblant les chefs des services de l'inspection et à ce titre a mis en place le processus d'évaluation des candidats au MOU. L'AMF préside maintenant le *Standing Committee* 5 en charge des questions relatives à la gestion d'actifs. Par ailleurs, le Président de la COB a été membre du groupe spécial des Présidents chargé d'élaborer les principes sur les analystes et les agences de notation. En outre, les services de l'AMF sont membres de l'ensemble des Comités permanents.

B

Le Joint Forum

Le *Joint Forum*, qui rassemble des experts des trois organisations internationales de régulateurs, le Comité de Bâle, l'OICV et l'Association internationale des superviseurs d'assurance, a publié deux rapports. Le premier *Trends in Risk Integration and Aggregation* fait un état des lieux de la façon dont les entités financières opérant dans plusieurs secteurs tentent d'avoir une approche plus intégrée de l'ensemble des risques propres à chaque secteur. La question la plus problématique reste la façon dont ces risques peuvent être agrégés pour définir une exigence de capital économique au niveau du groupe, sujet sur lequel le rapport demeure assez ouvert.

Le second « *Operational Risk across Sectors* » traite essentiellement de la façon dont les banques et les intermédiaires financiers peuvent alléger la charge relative aux risques opérationnels en les faisant couvrir par des assurances. Le rapport examine le type de risque qui peut être effectivement valablement transféré et les conséquences qui en découlent.

En outre, le *Joint Forum*, à la demande du Forum de la stabilité financière (FSF), a commencé un travail sur les transferts de risques de crédit. Un rapport préliminaire a été présenté lors de la réunion de mars 2004 du FSF.

C

Le Forum de la stabilité financière (FSF)

Le FSF s'est réuni deux fois au cours de l'année 2003, à Berlin et à Paris, la France présidant cette année le G8. Au-delà de son évaluation régulière de la vulnérabilité du système financier international, le FSF a poursuivi une série de travaux directement liés aux marchés financiers et en particulier.

Le transfert des risques de crédit

Devant l'expression d'une préoccupation commune sur les transferts des risques de crédit, et en particulier sur le manque d'information permettant d'évaluer le phénomène et ses conséquences, il a été convenu que la Banque des règlements internationaux ajouterait des éléments sur ce sujet dans son rapport semestriel

sur les dérivés OTC. Par ailleurs le FSF a demandé au *Joint Forum*, qui rassemble des représentants des trois organisations internationales des assurances, des banques et des régulateurs en valeurs mobilières, de développer une recherche sur ce sujet. Un premier rapport a été rendu en mars 2004. En particulier, le FSF a demandé au *Joint Forum* de regarder le caractère complet ou non du transfert de risque, la compréhension par les différents acteurs de ces opérations et enfin d'évaluer la possible concentration de risques à l'intérieur ou à l'extérieur de la sphère régulée des marchés financiers.

Les juridictions non-coopératives

Dans la suite des travaux du FSF qui avaient conduit à l'établissement d'une liste des juridictions non-coopératives, le Fonds monétaire international avait été invité par le Forum à évaluer les progrès accomplis en termes de réglementation et de supervision. Les membres du FSF ont reconnu que la pression de la communauté internationale avait permis d'obtenir un certain nombre d'améliorations mais que les progrès n'étaient pas assez sensibles pour permettre une évolution de la position du FSF. Les membres ont encouragé les juridictions qui n'avaient pas été auditées par le FMI à demander un examen de leur réglementation et à en publier les résultats. Les premières conclusions de l'OICV sur l'affaire Parmalat et les discussions qui s'en sont suivies avec le Président du FSF semblent montrer que des résultats plus concrets sont nécessaires avant d'abandonner la pratique de la « liste noire » (« *name and shame* »).

Le FSF a également apporté son soutien à un certain nombre d'initiatives visant à renforcer la stabilité et la bonne réglementation des marchés financiers. Cette démarche s'inscrit dans le rôle dessiné par le G8 dans les conclusions de la réunion d'Evian, faisant du FSF une institution faîtière chargée de coordonner les initiatives et de s'assurer de leur mise en œuvre. Le FSF a ainsi prêté une attention particulière aux travaux de l'OICV sur les agences de notation et les analystes financiers, a mis en œuvre une action visant à évaluer la transposition des standards adoptés après la crise d'Enron sur l'indépendance et la supervision des auditeurs et à apporter son soutien à la réforme de l'IFAC, notamment aux observations du groupe conduit par l'ancien président de la FSA, Howard Davies, relatif à la création du *Public Interest Oversight Board*.

D

La francophonie : Institut francophone de la régulation financière (IFREFI)

À l'invitation de la COB, une première rencontre en 2000 des principaux régulateurs des marchés francophones a permis la mise en place progressive d'une structure souple de dialogue et de coopération destinée à favoriser la mise en commun de leurs expériences respectives.

Ce forum francophone leur permet de tirer pleinement avantage des liens privilégiés qui les unissent à travers leur usage commun du français, favorise l'échange de points de vue et l'organisation de formations professionnelles à l'intention de leurs personnels.

L'IFREFI se réunit depuis 2002⁴² une fois par an avec la tenue de deux réunions consécutives : la réunion des présidents fournit l'occasion d'un échange de points de vue à haut niveau sur l'actualité financière internationale et permet chaque année de traiter un thème en profondeur. Elle est suivie d'un séminaire de formation à destination des personnels des autorités de marché.

Le troisième séminaire de formation des personnels des autorités francophones de régulation des marchés financiers s'est tenu à Montréal les 5 et 6 juin 2003, sur le thème de la surveillance des marchés financiers et des méthodes d'enquête.

Il a permis de traiter au cours d'une première journée de travail la question des méthodes utilisées afin de détecter les anomalies des données du marché susceptibles de donner lieu à une investigation du régulateur (systèmes informatiques, analyses des données du marché, mise en évidence des situations anormales et rédaction des rapports préliminaires).

La deuxième journée de travail a permis d'aborder la question des cadres législatifs et réglementaires des activités d'enquêtes et d'inspection des régulateurs francophones ainsi que les méthodes concrètes d'enquête.

E

Le GAFI

En 2003, la Commission des opérations de bourse a continué à participer aux travaux du Groupe d'action financière sur le blanchiment de capitaux (GAFI), au sein de la délégation française (qui comprend également d'autres ministères et Commissions). Elle est ainsi en mesure d'apporter sa contribution dans les domaines qui relèvent de ses compétences. Les activités de l'année 2003 ont notamment porté sur la finalisation du nouveau texte des "Quarante recommandations", qui constituent la norme internationale en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux, et qui a été adopté lors de l'Assemblée plénière du GAFI tenue à Berlin en juin 2003. Aux nouvelles "Quarante recommandations" sur le blanchiment de capitaux s'ajoutent "Huit recommandations spéciales" sur le financement du terrorisme, afin de former un cadre de mesures destinées à lutter contre ces deux fléaux. Le GAFI invite tous les pays du monde à adopter les mesures nécessaires pour que leurs législations soient mises en conformité avec ces règles.

5

LA COOPÉRATION BILATÉRALE

A

L'accompagnement du développement international de la place de Paris

La Commission a conclu cette année un accord de coopération et d'échange d'informations bilatéral avec la île de Guernesey qui vise à organiser et à

⁴²
Voir Rapport annuel
COB 2002, page 261.

mettre en œuvre une procédure d'assistance mutuelle avec ses homologues étrangers, ce qui porte à 35 le nombre d'accords bilatéraux signés par la COB.

Cette coopération concerne plus particulièrement l'échange d'informations dans le cadre de la recherche des violations des lois et des règlements relatifs aux délits d'initiés, à la manipulation de cours, à la diffusion d'informations fausses ou trompeuses et à l'information des investisseurs.

B L'accompagnement de l'élargissement de l'Europe

1

L'achèvement du programme de jumelage avec la Commission de valeurs mobilières polonaise (KPWiG)

La COB et la Commission des valeurs mobilières polonaise (KPWiG) avaient conclu en 2000 un programme de jumelage financé par la Commission européenne dans le cadre de l'accession de la Pologne à l'Union européenne. Ce programme, qui a débuté le 25 septembre 2000 et s'est achevé après une extension de six mois complémentaires le 31 décembre 2002, comportait trois volets :

- la préparation du ministère des finances polonais à la libre convertibilité du Zloty ;
- la création d'une autorité en charge de lutter contre le blanchiment d'argent et la préparation de la transposition des directives communautaires relatives aux marchés financiers ;
- la mise en place d'un système opérationnel de surveillance des marchés.

Pour le premier objectif, la COB était assistée de la Banque de France, pour le deuxième de l'Office italien du change et de TRACFIN, et pour le troisième de la CONSOB. En outre, un agent de la Commission a été détaché pendant 14 mois à la KPWiG à Varsovie. Ce projet d'envergure a nécessité un travail important pour les autorités françaises et italiennes qui se retrouvent dans les statistiques suivantes : 88 jours de travail d'experts en Pologne, 17 séminaires et sessions de formation. Les autorités polonaises ont par ailleurs participé à 28 visites dans 7 pays différents de l'Union européenne ce qui représente 309 jours de travail répartis sur 61 personnes. Enfin, une partie très importante de la réglementation polonaise en matière financière (lois et décrets), soit 27 textes différents, a été revue et des amendements ont été proposés au gouvernement et au parlement.

La COB et les autorités qui lui étaient associées ont rencontré deux difficultés majeures, d'une part la révision des directives communautaires dans le cadre du plan d'action a rendu l'exercice de préparation de la transposition difficile en raison des débats en cours au sein de l'Union, notamment pour les directives prospectus, abus de marché et services d'investissement. D'autre part, la procédure d'appel d'offre lancée au niveau européen pour la réalisation technique d'un système de surveillance des marchés a été infructueuse en raison

de la qualité des candidats, due notamment à l'interdiction de répondre des sociétés ayant déjà participé à l'élaboration du système de la COB pour des raisons de concurrence. Ceci a conduit la COB et la KPWiG à devoir profondément modifier le contenu du programme et l'affectation budgétaire initialement prévue.

En conclusion cependant, il convient de noter que l'ensemble des résultats définis initialement ont été atteints, et en particulier en ce qui concerne les conditions devant présider à la libre convertibilité du Zloty, la préparation de la transposition des directives communautaires et la mise en place d'un organisme chargé de lutte contre le blanchiment. Pour ce qui concerne le système de surveillance des marchés, la COB a transféré son savoir-faire à la Commission polonaise maintenant en mesure de le mettre en place.

2

La participation au EFSSAC (Effective Financial Services Supervision in Accession Countries)

La Commission européenne a mis en place un groupe d'experts représentant pour chaque État membre les trois secteurs financiers (banques, assurances, et valeurs mobilières) afin de contribuer au processus de vérification des conditions d'accession des pays candidats à l'Union européenne. Ce groupe d'experts a pour mission de prendre part à des missions d'évaluation par les pairs (*peer review*) afin notamment de s'assurer que les pays candidats disposent d'un système de régulation apte à permettre la bonne application de la législation communautaire ainsi que le fonctionnement régulier des systèmes financiers.

Aussi, chaque pays candidat a-t-il reçu la visite au cours de l'année 2002 d'une équipe de six experts représentant les secteurs de la banque, de l'assurance et des marchés financiers de six États membres différents. Au terme d'une mission d'une semaine, les experts rédigent un rapport de présentation et d'analyse de la supervision des secteurs financiers. Ils fournissent ensuite une évaluation du degré de transposition des principes internationaux reconnus par l'OICV (pour le secteur des valeurs mobilières), le Comité de Bâle (pour le secteur bancaire) et l'IAIS (pour le secteur des assurances). Leurs observations sont complétées par des recommandations en vue de favoriser la transposition des principes internationaux au sein des législations nationales.

La Commission européenne a mené à bien cette année la deuxième phase de consolidation des acquis de ce programme de *peer review* couvrant l'ensemble des pays candidats, et rythmé par deux réunions du groupe plénier EFSSAC à Bruxelles.

Elle s'est félicitée de la qualité du travail effectué sous la direction des régulateurs financiers des États membres dans le cadre de missions plus courtes de suivi de l'évolution des pratiques de régulation financière dans des pays candidats.

La COB a participé à une *peer review* en Slovaquie au mois de mai 2002 et a mené à bien la mission de suivi et de consolidation des acquis (*Follow up*) au mois de juin 2003.

3

CHAPITRE 3 LES OPÉRATIONS ET L'INFORMATION FINANCIÈRES

- p. 60 1
L'évolution de l'activité
- p. 76 2
L'évolution réglementaire
- p. 82 3
Contentieux - jurisprudence
- p. 92 4
Les questions comptables

En matière d'opérations et d'information financières, l'Autorité des marchés financiers est dotée des compétences qu'exerçaient précédemment la COB et le CMF.

L'AMF détermine les règles de pratique professionnelle qui s'imposent aux émetteurs faisant appel public à l'épargne (APE), elle réglemente et contrôle l'ensemble des opérations financières portant sur des instruments financiers placés par APE (introduction en bourse, augmentation de capital, fusion, etc.) ainsi que les offres publiques portant sur des instruments financiers émis par APE.

L'AMF vérifie que les sociétés cotées sur les marchés réglementés publient dans les délais une information complète, de qualité, délivrée de manière équitable à l'ensemble du marché.

¹
Ou trackers ou ETF
(Exchange Traded Funds).

²
Dont 6 fonds
indiciels cotés.

³
En application de l'article
12-5 du règlement n°98-01
de la Commission
qui transpose la Directive
n°94/18/CE, un émetteur
qui présente une demande
d'admission
aux négociations
sur un marché réglementé
de titres de capital
est dispensé d'établir
un prospectus, s'il est coté
depuis plus de trois ans
sur un marché réglementé
européen, et s'il met
à la disposition du public
français tout prospectus
publié dans la presse dans
les douze mois précédant
la demande d'admission,
ainsi que les documents
comptables de la société
et un résumé en français
des éléments significatifs
du dossier. Cette procédure
(dite dispense Eurolist³) est
réservée à la première
admission aux négociations
des actions d'une société.

Les dispenses
de prospectus relatives
à des admissions
ultérieures d'actions
relèvent pour leur part
de la procédure
de reconnaissance
mutuelle (article 18 à 33
du règlement n°98-01 pour
une demande d'admission
au Premier et Second
marchés et article 8
du règlement n°95-01
si la société a l'intention de
demander une cotation sur
le Nouveau marché,
dispositions transposées
de la Directive
n°87/345/CE).

1 L'ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ

A Les visas des opérations financières

Avec 1 148 visas délivrés contre 1 274 l'année précédente, la COB, puis l'Autorité des marchés financiers, ont connu une activité moins importante, pour la deuxième année consécutive, due à des opérations de levée de fonds moins nombreuses sur les marchés primaires, qu'il s'agisse d'introductions, d'émissions secondaires, d'opérations d'apport ou d'offres publiques d'acquisition. En revanche, la taille moyenne de ces opérations a fortement augmenté, illustrant le rebond enregistré sur l'ensemble des marchés boursiers en 2003.

Toutefois, cette diminution globale du nombre de visas constatée en 2003 (- 11 %) s'explique pour moitié par la structure des émissions de bons d'option qui comportent un nombre croissant de tranches d'émission et en conséquence, donnent lieu à moins de visas, le succès de ces produits ne s'étant pas démenti pour autant.

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

Le régulateur a délivré 11 visas d'introduction sur les marchés réglementés en 2003 contre

19 en 2002 : 6 fonds indiciels cotés¹ et 5 sociétés en 2003 contre 11 fonds indiciels et 8 sociétés en 2002.

7 visas ont été délivrés sur le Premier marché :
6 concernent des fonds indiciels cotés, la 7ème

	2002	2003	Variation
VISAS D'INTRODUCTION DE SOCIÉTÉS SUR UN MARCHÉ RÉGLÉMENTÉ	19	11	- 8
Premier marché	11	7 ²	- 4
Second marché	6	4	- 2
Nouveau marché	2	0	- 2

concerne la société Alcan Inc qui a reçu un visa d'admission à la suite de l'offre publique mixte sur Péchiney. Deux autres sociétés étrangères ont été dispensées de visa en application de la procédure de reconnaissance mutuelle (Kesa Electricals PLC), et de la procédure dite « Eurolist³ » (Wereldhave NV). Les 4 introductions intervenues sur le Second marché correspondent à des transferts de sociétés

précédemment inscrites sur le Marché libre (ABC Arbitrage, Afone, Avenir Finance, Vet Affaires). Enfin, aucune société n'a été introduite sur le Nouveau marché en 2003.

Ces chiffres se comparent, sur la base des dates effectives d'introduction, à 13 nouveaux émetteurs admis sur un marché réglementé en 2003, dont 6 fonds indiciels, 3 sociétés sur le Premier marché et 4 sociétés sur le Second marché.

Par ailleurs, depuis deux ans, un nombre important de radiations affecte l'ensemble des marchés réglementés, avec respectivement 63 radiations en 2003 et 76 en 2002.

Le nombre de sociétés radiées a nettement augmenté en 2003 sur le Premier marché (31 contre 23 en 2002, dont 15 ont concerné des sociétés étrangères). Parmi ces 31 sociétés, 13 ont fait l'objet de procédures ordonnées de retrait⁴, 13 ont été radiées à la suite d'une offre publique de retrait, 3 à la suite d'une fusion-absorption, 1 à sa propre initiative et enfin une autre, à la suite d'une mise en liquidation judiciaire.

Le Second marché a enregistré moins de radiations en 2003 qu'en 2002 (18 au lieu de 31). Celles-ci sont intervenues principalement à la suite d'offres publiques de retrait (14), les autres sociétés (4) ayant fait l'objet d'une procédure de liquidation judiciaire.

Le nombre de radiations sur le Nouveau marché s'est élevé à 14 en 2003 (pour 13 en 2002), intervenant pour moitié à la suite d'offres publiques de retrait ou de mises en liquidation judiciaire.

2 Les autres opérations financières

2/a

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

Le nombre d'émissions sur les marchés réglementés a également diminué avec 50 visas en 2003 contre 61 en 2002. L'utilisation du droit préférentiel de souscription lors de ces émissions a marqué une nette progression, 27 émetteurs ayant eu recours à cette technique en 2003 contre 21 l'année précédente.

Le nombre d'émissions par appel public à l'épargne sans cotation est resté constant en 2003 (20 contre 19 en 2002) et celui des cessions par appel public à l'épargne a fortement diminué (13 visas contre 19 en 2002). Les inscriptions sur le Marché libre (par cession ou par émission de titres) ont reculé de 21 visas en 2002 à 15 visas en 2003¹⁶.

Enfin, les émissions réservées suivies d'une admission des titres sur un marché réglementé sont restées stables, 22 en 2003 contre 25 en 2002. Elles reflètent principalement des opérations de restructuration comportant le plus souvent une tranche réservée à de nouveaux entrants. L'année a également été marquée dans ce domaine par les attributions gratuites de bons de souscription d'action (15 en 2003) destinées, pour la plupart, à ouvrir ces opérations aux anciens actionnaires ou à remplacer un droit préférentiel de souscription.

	2002	2003	Variation
ÉMISSIONS ET ADMISSIONS SUR UN MARCHÉ RÉGLEMENTÉ	61	50	- 11
AVEC MAINTIEN DU DROIT PRÉFÉRENTIEL DE SOUSCRIPTION	21	27	+ 6
ACTIONS	20	23	+ 3
ABSA ⁵	1	2	+ 1
ABOASA ⁶	0	1	+ 1
OSRA ⁷	0	1	+ 1
AVEC SUPPRESSION DU DROIT PRÉFÉRENTIEL DE SOUSCRIPTION	40	23	- 17
ACTIONS	8	2	- 6
ABSA	5	1	- 4
ABOASA	3	1	- 2
BSA ⁸	3	0	- 3
CCI ⁹	1	0	- 1
OCEANE ¹⁰	12	10	- 2
TDIRA ¹¹	0	1	+ 1
OCA ¹²	1	1	-
OBSAR ¹³	4	5	+ 1
ORA ¹⁴	2	1	- 1
ORAN ¹⁵	1	1	-

2/b

Les visas relatifs aux émissions et admissions de titres de créance

Le nombre de visas relatifs aux émissions et admissions de titres de créance est passé de 354 visas en 2002 à 291 en 2003. La baisse du nombre de visas délivrés sur les opérations d'admission simple ou d'émission est imputable essentiellement au nombre croissant de tranches dans les émissions de bons d'options qui se traduit par une réduction importante du nombre de visas sur ces opérations. Le régulateur a délivré 185 visas sur des bons d'options (*warrants*) en 2003 contre 255 en 2002.

2/c

Les offres publiques d'acquisition

Le nombre de visas relatifs aux offres publiques portant sur des titres de capital ou donnant accès au capital a connu une nette diminution par rapport à l'année précédente, passant de 97 en 2002 à 77 en 2003¹⁷. Les offres de retrait, suivies ou non d'un retrait obligatoire, ont également régressé, avec 37 visas cette année contre 43 visas en 2002.

Deux offres publiques portant sur des titres de créance ont par ailleurs été visées en 2003, pour une seule en 2002.

2/d

Les opérations de fusion, d'apport d'actifs et de scission

Le nombre d'opérations de fusion et d'apport d'actifs est passé de 24 en 2002 à 16 en 2003. Aucune opération de scission n'a été enregistrée au cours des deux dernières années.

4 Procédures ordonnées de retrait ou *Sales facilities*.

5 ABSA : action à bons de souscription d'action.

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

7 OSRA : obligation subordonnée remboursable en action.

8 BSA : bon de souscription d'action.

9 CCI : certificat coopératif d'investissement.

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

11 TDIRA : titre à durée indéterminée remboursables en action.

12 OCA : obligation convertible en action.

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

14 ORA : obligation remboursable en action.

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

16 Voir Annexe III, p 234.

17 Ces chiffres incluent, dans un souci de comparabilité, les garanties de cours et certaines offres de retrait, qui, antérieurement au 22 avril 2002 ne nécessitaient pas de visas (13 cas). Il s'agit des notes d'opération des initiateurs et des notes en réponse des sociétés cibles.

2/e

Les programmes de rachat d'actions

Le nombre de programmes de rachat d'actions est resté quasiment stable par rapport à l'année précédente avec 359 visas contre 364 en 2002. Toutefois, le nombre de sociétés ayant utilisé leur programme de rachat au cours de l'année 2003 est en léger recul par rapport à l'année précédente¹⁸.

2/f

Les documents de référence

Le nombre de documents de référence a continué de progresser en 2003, avec 390 documents de référence enregistrés ou déposés contre 369 l'année précédente. Cette augmentation concerne également les émetteurs de titres de créance (17 documents en 2003 contre 14 en 2002). 270 sociétés ont choisi de présenter leur document sous la forme d'un rapport annuel, les autres ayant opté pour un document de référence spécifique.

Les documents de référence déposés et contrôlés *a posteriori* représentent la majorité, soit 218 sociétés, à comparer à 159 en 2002. L'autorité de régulation a également enregistré 172 documents de référence selon la procédure de contrôle *a priori*.

	2002	2003	Variation
DOCUMENTS DE RÉFÉRENCE	369	390	+ 21
contrôlés <i>a posteriori</i>	159	218	+ 59
contrôlés <i>a priori</i>	210	172	- 38
DOCUMENTS DE RÉFÉRENCE :			
ACTUALISATION ET RECTIFICATION	36	121	+ 85
Rectifications de documents de référence (uniquement <i>a posteriori</i>)	2	34	+ 32
Actualisations de documents de référence (tous documents)	34	87	+ 53
DOCUMENTS DE BASE D'INTRODUCTION			
SUR UN MARCHÉ RÉGLEMENTÉ	1	2	+ 1

Parmi les sociétés bénéficiant de la procédure de contrôle *a posteriori*, 34 ont effectué des rectifications de leurs documents de référence publiés dont 2 à la demande de l'autorité de marché. Le contenu de ces rectifications a porté principalement sur les éléments comptables, les assurances et couvertures des risques, le gouvernement d'entreprise, les engagements hors bilan, les dettes et clauses susceptibles d'affecter les conditions des dettes financières (*covenants*).

Par ailleurs, les émetteurs ont largement utilisé en 2003 la faculté d'actualiser leurs documents en cours d'année. 87 actualisations ont en effet été effectuées contre 34 l'année précédente. Ces actualisations, qui permettent de mettre à jour l'information contenue dans les documents de référence des sociétés, ont principalement porté sur les éléments comptables

intermédiaires, les évolutions récentes, l'état de trésorerie et le gouvernement d'entreprise.

2/g

Les documents de base d'introduction

Mise en place en juillet 2002, la seconde phase de la réforme des visas délivrés par la COB¹⁹ a instauré une procédure en deux temps lors de l'introduction d'une société sur un marché réglementé : d'abord l'enregistrement d'un document de base d'introduction comprenant l'ensemble des informations relatives à la société, puis le visa d'une note d'opération présentant les paramètres de l'opération d'introduction.

Au cours de l'année 2003, les introductions de fonds indiciels cotés et de sociétés étrangères n'ont pas donné lieu à l'établissement de document de base en raison des procédures d'introduction retenues. Parmi les 4 introductions de sociétés au Second marché intervenues par transfert du Marché libre, 2 seulement ont donné lieu à l'enregistrement d'un document de base car ces opérations comprenaient des émissions d'actions complémentaires.

B**Le suivi de l'information permanente des sociétés faisant appel public à l'épargne**

L'AMF a continué en 2003 l'effort engagé les années précédentes pour améliorer le suivi de l'information périodique et permanente des sociétés faisant appel public à l'épargne, qu'il s'agisse des publications de comptes prévues par la loi, de l'encadrement de la communication des émetteurs sur leurs résultats, de l'établissement de documents de référence par les sociétés du Nouveau marché ou des recommandations destinées à améliorer le contenu de ces documents.

1

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

L'AMF identifie les sociétés dont les actions sont admises sur un marché réglementé qui n'ont pas rempli leurs obligations de publication de leurs chiffres d'affaires trimestriels, comptes semestriels ou comptes annuels arrêtés par le conseil d'administration et approuvés par l'assemblée générale au Bulletin des annonces légales obligatoires (BALO) comme le requiert la loi²⁰. À cette fin, 851 demandes écrites de régularisation ont été envoyées aux émetteurs concernés en 2003. 46 % de ces courriers concernaient des retards de publication de chiffres d'affaires trimestriels, 22 % de comptes annuels arrêtés par le conseil d'administration, 23 % de comptes annuels approuvés par l'assemblée générale et enfin, 9 % de comptes semestriels.

Afin d'obtenir une régularisation rapide, l'AMF a mis en place une procédure en plusieurs étapes avec pour commencer la publication sur son site internet de la liste des sociétés en retard dans leurs publications légales et, dans un deuxième temps, la saisine du

¹⁸ Sur les 9 premiers mois de l'année, le nombre d'émetteurs ayant utilisé leur programme de rachat durant cette période était passé de 273 à 252, soit une diminution de 7 %.

¹⁹ Voir Rapport annuel COB 2002, pages 69-71.

²⁰ Articles 295 à 299 du décret du 23 mars 1967.

Tribunal de grande instance (TGI) de Paris aux fins d'injonctions de publier, assorties d'astreintes, en application de l'article L.621-17 du code monétaire et financier.

Depuis septembre 2002, La liste des sociétés n'ayant pas rempli leurs obligations de publication est publiée sur le site de l'AMF et mise à jour deux fois par mois. Il s'agit d'un état factuel des absences de publications constatées aux dates légales sans analyse de l'origine ou des motifs des retards. Le taux moyen de régularisation dans les quinze jours de la diffusion de cette liste s'est établi à 68 % pour les chiffres d'affaires trimestriels, 40 % pour les comptes semestriels, 44 % pour les comptes annuels arrêtés par le conseil et 30 % pour les comptes annuels approuvés par l'assemblée en 2003.

Dans le courant de l'année 2003, le Tribunal de grande instance de Paris a été saisi de 34 dossiers dont 88 % ont été régularisés dès la réception des assignations au Tribunal par les sociétés. Aux termes des ordonnances du Président du TGI, les sociétés se sont vues accorder 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 La publication d'un document de référence par les sociétés du Nouveau marché

L'article 3-1 du règlement COB n°95-01 impose aux sociétés cotées au Nouveau marché d'établir chaque année un document de référence soumis au contrôle de l'Autorité. L'instruction d'application de ce règlement précise que le dépôt doit avoir lieu dans le délai de deux mois suivant l'arrêté des comptes annuels de la société.

L'AMF recense ainsi les sociétés du Nouveau marché qui n'ont pas déposé ou fait enregistrer de document de référence dans les douze mois suivant la clôture de leur exercice comptable et publie un relevé des sociétés concernées sur son site internet. Des 33 sociétés que comptait la première liste publiée en juillet 2003, 22 sociétés ont régularisé leur situation, 6 n'avaient pas déposé leurs documents dans les délais et 5 sociétés restaient en retard dans l'enregistrement de leurs documents à la fin de l'année.

Pour les sociétés qui n'ont pas déposé de document de référence dans les deux mois suivant l'arrêté des comptes, l'AMF a, en outre, recours à la procédure d'injonction par le Tribunal de grande instance de Paris prévue à l'article L. 621-17 du code monétaire et financier. 3 sociétés ont ainsi été concernées en 2003. Il est précisé que cette procédure n'est pas appliquée aux sociétés en procédure collective.

Pour les sociétés dont l'enregistrement du document de référence reste en souffrance du fait de l'absence de réponses aux demandes de complément ou d'amendement au projet déposé, l'AMF se fonde cette fois-ci sur l'article L. 621-18 du code monétaire et financier pour publier les lettres d'observations adressées aux sociétés afin qu'elles fournissent les

informations manquantes nécessaires à la bonne information du marché, et ce à leur frais.

3 L'encadrement de la communication des émetteurs sur leurs résultats

Après avoir constaté que les sociétés recourent de façon croissante à des termes financiers à caractère non strictement comptable et sans définition précise, pour commenter leur rentabilité ou l'état de leur trésorerie, la COB a publié un communiqué de presse en mars 2003 rappelant ses précédentes recommandations relatives à la communication des émetteurs sur leurs résultats.

Ainsi, elle a rappelé que si elle n'est pas opposée à l'utilisation d'indicateurs financiers spécifiques qui, suivant les entreprises ou les secteurs, peuvent répondre à une attente particulière des investisseurs ou des analystes tels que, par exemple, l'« EBITDA » et le « free cash flow », l'information doit cependant demeurer exacte, précise et comparable dans le temps.

En outre, les indicateurs qui ne relèvent pas de définitions strictement comptables dans le référentiel français nécessitent d'être définis avec précision et utilisés de manière stable d'un exercice sur l'autre. Ils doivent aussi être cohérents avec les comptes présentés. Aussi bien, tout retraitement des soldes intermédiaires de gestion pour déterminer le montant de tels indicateurs doit être décrit, justifié et comparé à l'exercice précédent, au sein même des communiqués de présentation des résultats.

Enfin, la COB a également rappelé que la communication financière des sociétés cotées sur leurs comptes ne saurait être bâtie uniquement ou principalement sur des concepts non définis par les textes comptables français. Il est donc impératif qu'aux côtés de ces indicateurs, même lorsqu'ils sont bien explicités et rapprochés des comptes, les émetteurs communiquent simultanément sur l'ensemble des soldes intermédiaires de gestion prévus dans le référentiel français, et ce, jusqu'au résultat net part du groupe.

Dans une dizaine de cas, la COB n'a pas hésité à exiger des rectificatifs publics de la part de sociétés qui ne respectaient pas ces recommandations.

4 Les recommandations pour l'élaboration des documents de référence

Si le nombre total de documents de référence réalisés en 2003 est globalement en augmentation par rapport à l'exercice précédent (+ 5,3 %), on constate cependant un recul sensible du nombre de documents enregistrés (- 9,6 %), du fait notamment du faible nombre de sociétés nouvellement introduites en bourse, et une augmentation significative du nombre de documents de référence soumis au contrôle *a posteriori*²¹ (+ 14,9 %). Cette utilisation croissante de la procédure de contrôle *a posteriori* a conduit le régulateur à renforcer son effort de clarification sur l'information à fournir relative à des sujets

21 Pour mémoire, cette procédure s'applique de plein droit aux émetteurs ayant fait enregistrer un document de référence pendant trois exercices consécutifs (Bulletin mensuel COB, n°365 de février 2002).

particulièrement attendus par le marché ou qui ont été inégalement présentés ou incomplètement traités par les émetteurs.

L'AMF, en concertation avec plusieurs associations représentatives des émetteurs (AFEP, AFTE, CLIFF et MEDEF), a tenu compte, pour cet exercice de clarification, du nombre important de préconisations formulées en janvier 2003²² (14 thèmes) pour lesquelles des efforts doivent encore être produits et du travail supplémentaire à fournir par les émetteurs en termes de communication au marché sur le passage aux normes IAS/IFRS²³, le contrôle interne et le gouvernement d'entreprise.

L'AMF a ainsi précisé certaines des positions déjà exprimées en janvier 2003²⁴, notamment sur l'utilisation d'indicateurs financiers *pro forma* ou sur l'information relative à la dette financière et aux clauses de défaut ou d'exigibilité anticipée («covenants»).

Par ailleurs, l'AMF a formulé des recommandations nouvelles dans quatre principaux domaines considérés comme sensibles.

4/a

Dépréciation des actifs incorporels et des écarts d'acquisition

En ce qui concerne l'appréciation portée sur la valeur des actifs incorporels, les sociétés résument trop souvent l'information donnée quant à la méthodologie choisie en insérant une mention générale dans la note annexe sur les principes comptables. L'AMF constate cependant que les rubriques relatives aux actifs incorporels et aux écarts d'acquisition représentaient fin 2002 une part très importante des bilans consolidés des groupes cotés. Sur l'ensemble des sociétés non financières du CAC 40, leur montant cumulé au 31 décembre 2002 dépassait celui des capitaux propres consolidés part du groupe, constituant ainsi un facteur de risque significatif en cas de détérioration de la conjoncture économique.

Lorsque de telles informations présentent un caractère sensible et significatif, notamment au regard du ratio actifs incorporels/capitaux propres, l'AMF souhaite que les sociétés indiquent si elles appliquent ou non par anticipation le règlement n° 2002-10 du Comité de la réglementation comptable et si non, quelle méthode elles appliquent pour le suivi de la valeur de leurs actifs incorporels et des écarts d'acquisition en précisant, le cas échéant, les indices de perte de valeur identifiés.

Dans le cas où un test de valeur (*impairment test*) a été effectué, il est important de présenter de manière synthétique la méthodologie mise en œuvre. Lorsque celle-ci est fondée sur la valeur actuelle nette des flux de trésorerie (*discounted cash flows*), il convient notamment de décrire la segmentation appliquée et la méthode utilisée pour déterminer les principales variables retenues (comme le taux de croissance ou le taux d'actualisation).

Plus particulièrement, lorsque le test de valeur a conduit à constater une dépréciation, l'émetteur devrait décrire les hypothèses utilisées au cas d'espèce (taux de croissance, taux d'actualisation, horizon de projection et méthode de calcul de la valeur

terminale) et commenter les résultats obtenus au regard des arrêtés comptables précédents.

Enfin, les sociétés déposant ou faisant enregistrer leur document après la publication des comptes du premier semestre sont invitées à indiquer également dans les comptes intermédiaires si elles ont continué à appliquer la même méthodologie de dépréciation des actifs explicitée dans les comptes annuels antérieurs.

Ainsi, une revue des indicateurs de perte de valeur effectuée à la clôture semestrielle entraînerait éventuellement la comptabilisation d'une nouvelle provision pour dépréciation, accompagnée d'une information circonstanciée en annexe.

4/b

Risques et litiges : méthode de provisionnement

En ce qui concerne les litiges, l'AMF demande aux sociétés de consentir un effort de transparence comme suit :

- dès lors qu'il s'agit d'une information sensible et que des montants significatifs sont en jeu, la ventilation du montant global de « *provisions pour risques et charges* », doit faire ressortir le montant spécifique total des provisions pour litiges. Les litiges sous-jacents à ce montant de provision devraient alors eux-mêmes, le cas échéant, être présentés par grande catégorie assortis d'une analyse ;
- dans le même cadre, l'AMF estime que les sociétés qui ont mis en œuvre une méthodologie globale pour l'application des principes comptables susmentionnés devraient l'indiquer dans leurs documents de référence ;
- enfin, l'AMF recommande une identification des litiges les plus importants, considérés individuellement comme suffisamment significatifs pour être mentionnés, avec une description à jour de leur état et un suivi d'un exercice à l'autre (nature de l'obligation provisionnée, échéance attendue, incertitudes liées à l'évaluation ou aux échéances, montant de tout remboursement attendu, etc.).

4/c

Informations à délivrer en matière de dérivés de crédit

Compte tenu du développement des opérations sur dérivés de crédit, tout en avançant prudemment sur ce sujet, l'AMF demande cette année qu'une information spécifique soit délivrée par les sociétés concernées (établissements de crédit, compagnies d'assurance et sociétés de réassurance essentiellement).

Cette information devrait permettre notamment de préciser le positionnement de l'émetteur sur ce type de marché et la stratégie qu'il développe sur ce type d'opérations. En outre, il apparaît opportun que l'émetteur décrive l'organisation mise en place pour initier, suivre et contrôler ces opérations, en précisant notamment les modalités de *reporting* et de contrôle spécifique mises en place.

²² Bulletin mensuel COB, n°375 de janvier 2003.

²³ Recommandation finale du Comité des régulateurs européens de valeurs mobilières (CESR) publiée le 30 décembre 2003 pour la préparation de la transition aux normes IFRS.

²⁴ Revue mensuelle de l'AMF, n° 1 de mars 2004, page 5.

4/d

Transparence des critères relatifs à l'inscription au bilan des financements d'actifs

Les techniques financières actuelles offrent une souplesse et une diversité accrues en matière de moyens de financement des actifs. Dans un souci de transparence, l'AMF souhaite que les sociétés précisent leurs politiques de financement d'actifs, donnent les principales caractéristiques des opérations de ce type présentant individuellement un caractère significatif et détaillent les critères retenus pour traiter comptablement les financements reçus comme des éléments de passif ou de hors bilan.

C

LES APPELS AU MARCHÉ

Les difficultés rencontrées par les sociétés pour lever des fonds sur le marché des actions ont conduit à une évolution du cadre réglementaire avec l'apparition des titres super-subordonnés en France et au recours à de nouveaux titres de créance à composante action présentant des caractéristiques particulières tels que les titres à durée indéterminée remboursables en actions nouvelles (TDIRA) de France Télécom et les titres de créance remboursables en actions et ou espèces (TCRAE) d'Optims. L'année 2003 a également confirmé l'intérêt des obligations à bons de souscription d'actions remboursables (OBSAR).

1

L'émission de titres à durée indéterminée remboursables en actions nouvelles (TDIRA) par France Télécom, réservée à personnes dénommées

Dans le cadre du plan de sauvetage de Mobilcom, France Télécom a émis des titres à durée indéterminée remboursables en actions nouvelles (TDIRA) pour environ 6 milliards d'euros, l'émission étant intégralement réservée à personnes dénommées. La conversion de ces titres en actions ordinaires France Télécom est possible à tout moment par l'émetteur.

Il s'agit de produits complexes atypiques, destinés à des investisseurs individuels. France Télécom se réserve néanmoins la possibilité de procéder à la cotation de ces titres à terme.

Comme elle l'avait fait en juillet 1997 pour l'émission de titres subordonnés remboursables en actions à parité ajustable (TSRAPA) par Rhône Poulenc, la COB ne s'est pas opposée au principe de l'opération sous réserve de la tenue d'une assemblée générale extraordinaire pour en approuver les modalités particulières et de l'établissement d'une note d'opération visée préalablement à la tenue de cette assemblée.

En outre, les TDIRA proposés étant réservés à personnes dénommées et le prix retenu pour les actions nouvelles France Télécom à émettre étant supérieur de plus de deux fois au cours de bourse, l'AMF a demandé à la société de fixer un montant

nominal suffisamment élevé pour que les personnes qui souhaitent acquérir ce produit sur le marché secondaire soient effectivement des investisseurs avertis.

2

Les titres super-subordonnés du Groupe Michelin

La société Michelin souhaitait utiliser la nouvelle possibilité offerte par la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 de créer des titres de créance super-subordonnés, c'est-à-dire remboursés avant les actions mais après désintéressement des autres créanciers, dont les porteurs de prêts et titres participatifs.

La société a ainsi proposé des titres subordonnés de dernier rang, remboursables en numéraire, d'une durée de trente ans, au terme desquels l'émetteur a la possibilité de rembourser les titres en actions. Cette possibilité ne sera utilisée que si le cours de bourse se détériore, traduisant ainsi des difficultés financières que connaîtrait l'émetteur. La position des porteurs, très subordonnée comme le prévoit la loi pour ce type de titres, est en conséquence aggravée par cette possibilité du remboursement en actions.

Compte tenu de leurs caractéristiques très spécifiques qui les réservent à des investisseurs disposant d'une surface financière suffisante, le montant nominal des titres a été fixé à 1 000 euros.

L'AMF a décidé d'autoriser ce projet d'émission de titres subordonnés remboursables en actions ou en numéraire et d'assortir le prospectus d'un avertissement attirant l'attention des investisseurs sur le caractère super-subordonné de l'emprunt et sur la transformation en actions en cas d'évolution défavorable du cours de bourse des actions.

3

L'émission réservée de titres de créance remboursables en actions et/ou en espèces (TCRAE) de la société Optims

Il s'agit d'une émission réservée à la société Amadeus complétant une prise de participation directe de cette dernière dans Optims. La particularité de ces titres de créance réside dans le mode de remboursement qui dépend de l'évolution du cours moyen pondéré de la société Optims dans les 18 mois suivant l'émission. Ainsi, la société Amadeus sera remboursée entièrement en espèces si le cours de l'action Optims évolue positivement, partiellement en espèces et partiellement en actions si le cours de l'action reste dans une fourchette moyenne, enfin, entièrement en actions, selon un taux de conversion faible, si le cours reste en dessous d'un seuil plancher. Ces TCRAE permettent de moduler le prix d'entrée global d'Amadeus dans Optims en fonction de la performance de l'action.

4 L'encadrement des placements d'obligations à bons de souscription d'actions remboursables (OBSAR)

Les OBSAR, apparues en 2002, ont été utilisées en 2003 par les sociétés Assystem, GFI Informatique, Quantel, Saveurs de France-Brossard et UBI Soft Entertainment.

Lors des émissions des sociétés Quantel et Saveurs de France-Brossard en particulier, certains actionnaires majoritaires ayant choisi de ne pas souscrire à l'émission d'OBSAR, les banques en charge du placement avaient pris l'engagement ferme de souscrire à l'intégralité des OBSAR émises et non-souscrites par les autres actionnaires ou le public. Or ces banques souhaitaient garder les obligations mais ne pas conserver les BSAR attachés à ces obligations. Par conséquent, elles ont souscrit au solde des OBSAR non placées et soit ont cédé les BSAR aux actionnaires minoritaires en fonction de leurs ordres d'achat, soit, pour les BSAR qui n'ont pas trouvé acquéreur, les ont cédés à l'actionnaire majoritaire, et ce au même prix fixe.

À la demande de la COB et pour garantir l'égalité de traitement entre tous les actionnaires, les actionnaires majoritaires se sont également engagés à se porter acquéreurs de tous les BSAR qui leur seraient présentés par les minoritaires ou le public pendant dix séances de bourse à compter du premier jour de cotation de ces bons, aux mêmes conditions d'achat.

5 L'utilisation d'un bon de souscription d'actions comme équivalent d'un droit préférentiel de souscription lors des émissions de France Télécom et d'Axa

Dans un contexte boursier toujours peu favorable aux émissions d'actions, l'année 2003 a été marquée par une multiplication d'opérations de recapitalisation ou d'appels au marché utilisant des bons de souscription attribués gratuitement à tous les actionnaires. On citera principalement les importantes levées de fonds réalisées par France Télécom et Axa utilisant des bons de souscription d'actions (BSA) comme équivalents de droits préférentiels de souscription (DPS). On retiendra également les nombreuses opérations de recapitalisation utilisant des BSA gratuits mises en œuvre en 2003.

France Télécom, lors de son opération de recapitalisation, et Axa, lors de son émission d'obligations remboursables en actions ou en numéraire (ORAN) destinée à financer l'acquisition du Group Mony, ont choisi de réaliser ces opérations par le biais d'une attribution gratuite aux actionnaires de bons de souscription d'actions reprenant les caractéristiques d'un droit préférentiel de souscription.

Les principales caractéristiques de ces deux émissions étaient les suivantes : le prix d'exercice était fixé dès l'attribution des bons ainsi que la quotité de titres à laquelle ils donnaient accès. Ces bons étaient exerçables et cotés pendant dix jours de bourse. Ils étaient centralisés après la période d'exercice dans le cadre d'un contrat de commissionnement conclu entre

l'émetteur, commissionnaire, et les banques du syndicat. Après quatre jours de centralisation commençait la construction d'un livre d'ordres pour le placement des actions et/ou ORAN nouvelles correspondant à l'exercice automatique par les banques garantes des bons non exercés par le public.

La principale innovation de ce schéma résidait dans le recyclage automatique, après la période d'exercice et de cotation des bons, de ceux d'entre eux qui n'avaient pas été exercés, de manière à garantir la taille finale de l'opération, le syndicat bancaire s'engageant irrévocablement à exercer ces bons et à céder les actions et/ou ORAN nouvelles issues de cet exercice au travers du livre d'ordres. En raison de ce caractère automatique de la cession des bons non exercés, il était prévu que le syndicat rétrocède aux porteurs des bons concernés la différence, si elle était positive, entre le prix de vente des actions et/ou ORAN issu du livre d'ordres et le prix d'exercice.

Ce montage présentait ainsi un double intérêt dans la mesure où l'émetteur bénéficiait de la garantie accordée par le syndicat sur la réussite de l'opération et les anciens actionnaires avaient la possibilité, si l'issue du livre d'ordres était favorable, d'obtenir une valorisation de leurs bons y compris après la période d'exercice.

Lors des deux opérations, les banques qui participaient au syndicat de placement s'étaient en outre engagées à contribuer à la liquidité du marché des bons pour garantir l'égalité de traitement entre tous les porteurs. En particulier, en cas de reclassements significatifs de bons de souscription organisés par le syndicat par voie de blocs, et afin d'éviter que le marché du bon ne se trouve déséquilibré en termes de liquidité et/ou de prix par rapport aux transactions effectuées en parallèle hors marché, le syndicat s'était engagé à être présent à l'achat dans le carnet d'ordres central, de façon à préserver le fonctionnement du marché du bon de souscription.

Par ailleurs, au cours de l'année 2003, la COB a examiné 11 projets d'attribution de bons de souscription d'actions gratuits à l'ensemble des anciens actionnaires associés à des recapitalisations, à des émissions réservées ou encore à des opérations d'apport permettant de compenser en partie la dilution de la participation des anciens actionnaires résultant de ces opérations. La COB a constamment veillé à ce que ces attributions gratuites de BSA s'effectuent aux mêmes conditions que les opérations qu'elles accompagnent²⁵.

6 La recapitalisation de la société Alstom

Le plan de refinancement de la dette d'Alstom a été pour partie assuré par l'État et pour partie réalisé avec le soutien des banques et par appel public à l'épargne. Il était composé principalement des éléments suivants :

- souscription par l'État de titres subordonnés à durée déterminée remboursables en actions (TSDDRA)

²⁵ Voir *infra*, pages 67 et suivantes.

d'un montant nominal total de 300 millions d'euros et d'une durée de 20 ans ;

- souscription par l'État de titres subordonnés à durée déterminée (TSDD) pour un montant nominal total de 200 millions d'euros, d'une durée de 15 ans ;
- mise à disposition d'Alstom de prêts subordonnés d'une durée de cinq ans, pour un montant global de 1,5 milliard d'euros, auxquels l'État participe indirectement à hauteur de 300 millions d'euros ;
- mise en place de cautionnements et de garanties par un syndicat bancaire pour un montant global de 3,5 milliards d'euros, chaque cautionnement et chaque garantie étant contre-garantis, à hauteur de 65 % de son montant, indirectement par l'État.

Il est à noter que l'État s'est engagé à ne pas céder les TSDDRA et les actions susceptibles d'être émises sur remboursement des TSDDRA avant qu'Alstom n'obtienne une notation financière au moins égale à BBB- pour la notation de Standard & Poor's ou Baa3 pour la notation de Moody's, cet engagement serait cependant sans effet en cas d'offre publique sur le capital d'Alstom.

En outre, il est prévu que les TSDDRA soient remboursés en actions nouvelles Alstom sous la condition de l'obtention par la République française d'une décision de la Commission européenne déclarant que la souscription par la République française des TSDDRA et leur remboursement en actions, soit ne constitue pas une aide d'État, soit constitue une aide d'État compatible avec les règles de l'Union européenne. Dans un tel cas, la participation de l'État français au capital d'Alstom s'établirait à 31,5 % après la prise en compte de la réalisation du plan de financement.

Le plan comprenait également un volet réservé aux banques et au public :

- une émission d'obligations remboursables en actions avec droit préférentiel de souscription d'un montant nominal global maximum de 1 milliard d'euros, d'une durée de 5 ans, au profit des actionnaires d'Alstom. Cette émission a fait l'objet d'un contrat de garantie classique entre Alstom et un syndicat bancaire ;
- une augmentation de capital d'un montant maximum de 300 millions d'euros par émission d'actions nouvelles à souscrire en numéraire, dont la souscription était réservée aux banques, et l'attribution gratuite aux actionnaires d'Alstom de bons d'acquisition d'actions leur permettant d'acquérir les actions ainsi souscrites par les banques.

Cette dernière augmentation de capital réservée associée à l'émission de bons d'acquisition auprès des banques permettait de garantir la totalité de l'opération et de mettre les fonds levés immédiatement à la disposition d'Alstom. Elle offrait aux actionnaires qui le souhaitaient la possibilité de compenser en partie la dilution de leur participation du fait de cette importante recapitalisation. Ces bons étaient cotés et exerçables pendant quarante-quatre jours. Ils ont rencontré un fort succès car ils ont été exercés à hauteur de 92,6 %.

D

Les principes applicables aux opérations de recapitalisation des sociétés

Conformément au principe d'égalité entre actionnaires, la COB a veillé à ce que les opérations de recapitalisation des sociétés ouvertes à certains anciens actionnaires, le soient également à tous les autres actionnaires dans des conditions identiques dans la mesure du possible, afin d'éviter que seuls les actionnaires dirigeants ou les actionnaires institutionnels significatifs puissent bénéficier de facultés de relution, du fait de leur participation aux négociations avec un nouvel investisseur entrant au capital à l'occasion de la recapitalisation.

Lorsque les opérations de recapitalisation sont exclusivement financées par un nouvel investisseur, et dès lors que ces opérations entraînent une dilution en prix (prix de souscription décoté par rapport au cours de bourse, ou cours de bourse sans signification du fait de l'illiquidité du marché du titre ou du niveau très faible du cours), la COB a régulièrement demandé la mise en place d'une faculté de participation des actionnaires anciens à l'opération leur permettant de ne pas être dilués ou, à défaut, l'obtention de l'avis d'un expert indépendant sur le caractère équitable de l'opération quand la capacité d'accès du public était inexistante ou réduite.

Dans le même esprit, afin de respecter le principe d'égalité entre souscripteurs lorsque des bons de souscription d'actions (BSA) gratuits ou ayant une valeur faible sont émis, la COB a plusieurs fois veillé à l'extension de l'attribution de ces bons à tous les actionnaires. Elle a cependant admis que l'émission de BSA gratuits soit réservée à certains souscripteurs dans le cas où l'attribution réservée au nouvel actionnaire pouvait l'inciter à participer à la recapitalisation, ou encore lorsque l'attribution était réservée aux dirigeants actionnaires, dans la mesure où l'opération induisait un niveau de dilution limité des minoritaires et sous condition de la participation significative du dirigeant actionnaire à la recapitalisation immédiate. Dans ces deux cas, afin de préserver la bonne information des actionnaires lors du vote sollicité en assemblée générale, l'avis d'un expert indépendant a systématiquement été demandé sur l'équité de l'opération.

Enfin, pour éviter un détournement des règles d'émission et pour la protection du public, la COB a appliqué le seuil de réussite minimal de 75 % prévu à l'article L. 225-134 du code de commerce pour les opérations d'émission d'actions simples, aux émissions comportant des BSA de courte durée équivalents à des droits préférentiels de souscription, et ce par le biais d'engagements de souscription d'actionnaires, de nouveaux entrants ou de banques.

Par ailleurs, afin de garantir l'information des anciens actionnaires, la COB a continué à demander la présentation d'un prospectus visé préalablement à la tenue de l'assemblée générale qui vote une augmentation de capital réservée. En outre, afin de

rétablir le principe d'égalité d'accès à l'information la COB a demandé que toute information confidentielle transmise dans le cadre d'une *data room* entre l'investisseur futur et la société soit mentionnée dans le prospectus, c'est-à-dire toute information significative dont a bénéficié l'investisseur au cours du processus et que tout investisseur est en droit de connaître à raison de sa participation au capital de la société (Groupe Flo, R2i Santé).

La COB est ainsi intervenue pour faire respecter ces principes dans de nombreuses opérations de recapitalisation de sociétés. Néanmoins, comme les exemples cités ci-dessous le montrent, en raison de la diversité des contextes économiques (difficultés financières ou non, etc.), juridiques (émetteur en procédure collective ou non, etc.), stratégiques (adossement industriel ou financier, réorientation de l'activité ou comblement des pertes, etc.), de marchés (liquidité du marché du titre, et niveau absolu du cours de bourse), et calendaires (degré d'urgence de la recapitalisation), elle s'est efforcée d'apprécier la pertinence de ces règles au regard des cas d'espèce pour prendre en compte la spécificité de chaque opération.

1 L'émission d'ABSA réservée au principal actionnaire lors de la recapitalisation de XRT

Lors de la recapitalisation de la société XRT par émission d'actions à bons de souscription d'actions réservée au principal actionnaire, la COB a considéré que cette émission réservée demeurerait acceptable du fait de la prise de risque immédiate de ce dernier dans l'opération, de la durée du risque (les bons étaient exerçables quatre ans après leur attribution) et de l'attestation prévue d'un expert indépendant sur l'avantage que constituaient ces BSA.

2 L'attribution d'options de souscription aux dirigeants et de BSA gratuits aux anciens actionnaires d'Access Commerce

La société Access Commerce avait soumis un projet de recapitalisation sous la forme d'une augmentation de capital réservée accompagnée d'une attribution gratuite de BSA au profit de tous les actionnaires existants. La relation induite par l'attribution des BSA devait être de 25 % pour les anciens actionnaires. La société avait également prévu de soumettre à l'approbation de l'assemblée générale l'adoption d'un plan d'options de souscription d'actions dont il est apparu qu'il représentait une dilution potentielle de 30 % avant l'opération et de 13 % après l'augmentation de capital et l'exercice des BSA. Pour rétablir une plus grande égalité entre actionnaires, il a été demandé à la société de réduire l'attribution des options de souscription de façon à aligner la relation induite par ces derniers sur celle des BSA. En définitive, les dirigeants se sont engagés à n'exercer qu'une partie des bons qui leur étaient attribués (entre 0 et 25 %).

3 L'attribution gratuite de BSA aux dirigeants en fonction des performances futures de la société Recif

La société Recif a procédé à une recapitalisation au moyen de l'émission d'une obligation remboursable en action non cotée, réservée à la Banque de Vizille, et assortie de BSA également non cotés. Une partie des BSA devaient être rétrocédés gratuitement aux dirigeants de la société en fonction des performances à venir de la société, l'un des dirigeants étant également actionnaire. Il a cependant été considéré que l'attribution de ces BSA se distinguait significativement d'un programme d'options de souscription ordinaire car la rétrocession des BSA était fonction de critères objectifs de performance. En conséquence, il n'a pas été jugé nécessaire d'avoir recours à une expertise indépendante ni à la procédure d'approbation des avantages particuliers applicable aux augmentations de capital.

4 L'émission réservée d'obligations remboursables en actions du Groupe Flo

La restructuration du Groupe Flo a été engagée en novembre 2002 avec la famille Bucher et la société de gestion de portefeuille Butler Capital Partners (BCP), définissant notamment les modalités d'une prise de participation de BCP dans la société Bucher, holding de contrôle de Groupe Flo, en vue de la participation de la société Bucher au projet d'augmentation de capital du groupe.

Le plan de restructuration du groupe prévoyait une réduction du capital de la société, la conversion partielle en obligations remboursables en actions (ORA) d'obligations subordonnées émises par Groupe Flo en décembre 2000, par compensation de créances, ainsi qu'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription (DPS). La société Bucher assurait au maximum 82,3 % de cette opération, en fonction du niveau des souscriptions du public.

Il était également prévu que les banquiers souscripteurs des ORA consentent à BCP une promesse irrévocable de vente des ORA exerçable en une ou plusieurs fois, sur tout ou partie des ORA.

Une attestation d'équité a été produite sur l'émission réservée des ORA. A la demande de la COB, l'expert indépendant a également conclu sur l'équité de l'option d'achat sur les ORA par BCP.

En outre, en termes d'information, l'investisseur ayant procédé à des audits et ayant eu accès à une *data room* relative au Groupe Flo, la note d'opération précisait, à la demande de la COB, que les éléments significatifs des audits et de la *data room* pour l'information des actionnaires étaient repris dans le document de référence et dans la note d'opération.

Dans le même esprit, un plan de développement ayant été établi par un cabinet indépendant de Groupe Flo sur la base d'hypothèses communiquées par le groupe dans le cadre de la renégociation de la dette avec les

banques, ces hypothèses de construction ont été insérées dans la note d'information.

5 L'attribution d'options de souscription d'actions aux dirigeants de R2i Santé

Cette opération incluait une réduction de capital, une augmentation de capital réservée et l'attribution d'options de souscription d'actions aux profits des dirigeants et des salariés.

La jurisprudence sur les « coup d'accordéon » (réduction du capital suivie d'une augmentation de capital immédiate) a récemment évolué. La Cour de cassation a, en effet, dans un arrêt du 18 juin 2002, précisé que dès lors qu'il se justifiait sur le terrain économique en préservant la pérennité de l'entreprise, le « coup d'accordéon » était licite. Elle a ainsi admis la possibilité d'éviction d'actionnaires minoritaires en cas de réduction de capital en vue d'amortir les pertes. Le « coup d'accordéon » ne doit cependant pas avoir pour unique dessein de servir les intérêts d'un groupe d'actionnaires majoritaires au détriment de minoritaires.

Au cas présent, le seul avantage accordé aux anciens actionnaires majoritaires (les dirigeants) était l'attribution d'options de souscription dont l'exercice restait soumis à un certain nombre de contraintes. Le plan d'options représentait 33,33 % du capital social de la société, soit la limite légale, en majorité attribuées aux dirigeants, ce qui devait permettre à ces derniers de remonter leur participation au capital au niveau antérieur à l'augmentation de capital réservée. L'exercice des options était soumis à certaines conditions de résultats de la société plus ambitieuses que le plan de continuation.

La relation exceptionnelle de la part au capital des dirigeants a paru toutefois acceptable dans la mesure où le plan de continuation en faisait état, la résolution mentionnait expressément les bénéficiaires qui ne pouvaient pas prendre part au vote, les actionnaires minoritaires avaient la possibilité de s'opposer à l'attribution, enfin, les options ne devenaient exerçables que si des objectifs relativement ambitieux compte tenu des observations des commissaires aux comptes, étaient atteints.

E Les restructurations de dettes

Cette année encore, de nombreuses sociétés, notamment dans le secteur de la nouvelle économie, ayant émis des obligations convertibles ou des OCEANE, ont vu le cours de leurs actions très déprimé, rendant très improbable l'exercice de la conversion par les porteurs, ou bien se sont trouvées dans l'incapacité de faire face à leurs échéances de remboursement. Face à ces difficultés, les sociétés ont choisi différentes stratégies pour restructurer leurs dettes : certaines ont opté pour une modification du contrat d'émission de ces titres, d'autres ont préféré proposer des offres publiques d'achat ou d'échange.

Devant la multiplication de ces opérations, la COB est intervenue de nombreuses fois pour encadrer leurs modalités de réalisation afin de garantir l'égalité de traitement des porteurs et une bonne information du marché.

Lorsque les émetteurs ont procédé par voie d'offre publique à des propositions de modification des conditions initiales, sur une base volontaire et individuelle, ces dernières portaient le plus souvent sur l'exercice de l'option de conversion ou d'échange dans des conditions de parité améliorée ou le remboursement anticipé à un prix proche du marché, inférieur aux conditions originales du contrat.

Ces offres publiques volontaires sur titres de créance n'entrant plus dans le champ d'application du règlement général du CMF, il a semblé nécessaire de les encadrer par un certain nombre de règles qui ont été introduites en 2003 dans le règlement COB n° 2002-04 (communiqué de presse en cas de dépôt d'un projet d'offre public, introduction d'un seuil de conditionnalité aux offres portant sur les titres de créance notamment)²⁶.

D'autres sociétés comme Titus, A Novo et UTI ont préféré soumettre aux assemblées générales de leurs porteurs obligataires des modifications des contrats d'émission tendant généralement à allonger la durée de l'emprunt, à réduire le montant des intérêts versés, à modifier la parité d'échange ou de conversion lorsqu'il s'agissait de titres donnant accès au capital, à supprimer la prime de remboursement ou à rembourser par anticipation une partie de l'emprunt obligataire.

La loi a instauré en effet un principe général donnant à l'assemblée générale des obligataires la possibilité de modifier les conditions du contrat (article L. 228-65 du code de commerce) et une limite à ce principe, posée par l'article L. 228-68 du même code, qui fait interdiction aux assemblées d'accroître les charges des porteurs obligataires ou d'établir un traitement inégal entre les porteurs obligataires d'une même masse. La loi ouvre donc aux émetteurs la faculté de faire modifier les modalités des contrats d'émission par les assemblées de porteurs obligataires dès lors qu'il n'est pas demandé à ces porteurs de verser une contribution supplémentaire. La COB, qui ne délivre pas de visa sur la modification des contrats d'émission, a néanmoins veillé à la clarté de l'information mise à la disposition des porteurs dans ces opérations. Elle a également proposé que soit prévue une majorité qualifiée pour l'adoption de ces modifications afin d'améliorer la protection des porteurs minoritaires.

F Les offres publiques en 2003

En matière d'offres publiques d'acquisition, l'examen de la recevabilité des offres (c'est-à-dire le contrôle de l'appréciation du prix de l'offre) ainsi que l'organisation de leur déroulement relevaient de la compétence du CMF²⁷, et le contrôle de l'information diffusée ainsi que

²⁶ Voir *infra*, page 76.

²⁷ Titre V du règlement général du CMF.

du respect des grands principes régissant les offres incombait à la COB²⁸.

La fusion des règles relatives à la recevabilité et au contrôle de l'information constituera l'un des premiers chantiers du règlement général de l'AMF.

Au cours de l'année 2003, le CMF s'est notamment attaché à clarifier les techniques de mise en œuvre des offres publiques. Il a ainsi examiné favorablement les modalités inédites en France de l'offre d'Alcan sur Péchiney, ainsi que les mécanismes de couverture associée à l'offre de France Télécom sur Orange et a fait usage de l'adaptation des calendriers d'offre en fonction de l'obtention d'autorisations préalables, notamment suite à l'insertion en 2002 dans le règlement général CMF (article 5-1-3-3) de la possibilité de conditionner une offre à l'autorisation des autorités de la concurrence. Les conditions de publication de l'information sur les comptes annuels en cours d'offre ont en outre été précisées ainsi que certaines modalités relatives aux offres sur titres de créance. Enfin, le CMF a eu à examiner les conditions de retrait du projet d'offre de la Société Hôtelière de la Chaîne Lucien Barrière et celles du retrait de l'offre d'Umanis sur CGBI.

1 Le panorama général des offres publiques en 2003

Le ralentissement observé depuis 1999 s'est poursuivi avec 76 offres publiques²⁹ en 2003, contre 95 en 2002.

	1999	2000	2001	2002	2003
Procédure normale	25	19	18	14	13
Procédure simplifiée	27	31	22	22	16
Garanties de cours	23	13	6	10	2
OPRA	2	4	2	5	8
OPR	3	5	2	1	1
OPRO	51	51	34	43	36
TOTAL	131	123	84	95	76

Les changements de contrôle ou prises de contrôle - par offres publiques, réalisées en procédure normale ou simplifiée, ou par garantie de cours - ont concerné au total 21 sociétés³⁰, soit un nombre inférieur à celui enregistré en 2001 et en 2002 (30 sociétés).

Les 13 offres publiques réalisées en procédure normale - dont 6 offres publiques d'achat - ont porté sur 12 sociétés, deux d'entre elles ayant fait l'objet d'une offre concurrente ou en surenchère³¹.

14 des 36 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 dans la même année (prise de contrôle ou renforcement du contrôle par l'actionnaire historique).

Si l'on met à part les 10 opérations (rachats d'actions³² ou d'obligations convertibles, échange de bons de souscription d'actions) ne mettant pas en jeu le

contrôle ou le renforcement du contrôle ou le retrait obligatoire des actionnaires minoritaires, le périmètre des offres publiques de l'année inclut au total 54 sociétés seulement dont 52 inscrites sur un marché réglementé.

L'année 2003 a été caractérisée par 2 opérations d'envergure (acquisition du Crédit Lyonnais et de Péchiney) qui peuvent donner lieu à commentaires ainsi que certaines opérations particulières.

2 L'offre de Crédit Agricole SA sur Crédit Lyonnais

L'offre du Crédit Agricole sur le Crédit Lyonnais a posé une difficulté inédite relative à la fixation du calendrier de l'offre tel que prévu par le règlement général du CMF. En effet, un recours devant le Conseil d'État fut déposé par certains syndicats du Crédit Lyonnais contre la décision du CECEI d'autoriser cette opération en l'assortissant de conditions de cession d'une partie du réseau des deux groupes.

Ce recours était dirigé contre la décision du CECEI du 14 mars 2003, intervenu à la fois comme instance de régulation bancaire, et qui, à ce titre, délivre une autorisation préalable pour la prise de contrôle d'un établissement bancaire, et comme autorité de la concurrence, le CECEI s'étant reconnu compétent dans le domaine bancaire en l'absence de dispositions législatives expresses en la matière.

Dès lors, il était susceptible d'avoir un impact sur le déroulement de l'offre. En effet aux termes de l'article 5-2-2 du règlement général du CMF « *le calendrier d'une offre est fixé après réception par le Conseil des autorisations préalables requises par la législation en vigueur* ». L'autorisation préalable concernée au cas d'espèce était la décision du CECEI autorisant le rapprochement du Crédit Agricole et du Crédit Lyonnais. En matière de concurrence, l'initiateur ne s'était pas prévalu des dispositions de l'article 5-1-3-3 du règlement général du CMF.

Dans ce contexte, le CMF a décidé, dans le cadre de l'article 5-1-13 de son règlement général, de proroger l'offre en sorte que sa clôture intervienne six jours de bourse après l'arrêt du Conseil d'État.

Par un arrêt du 16 mai 2003, le Conseil d'État confirma la décision du CECEI sur la mise en œuvre de la réglementation bancaire et l'offre fut clôturée comme annoncé.

On notera que le Conseil d'État a toutefois considéré que le CECEI n'était pas compétent pour se prononcer sur le contrôle des concentrations et a annulé cette partie de la décision en estimant qu'elle était divisible du reste de celle-ci. Il a en effet défini le champ de compétence du CECEI en estimant que celui-ci peut, comme toute autorité administrative, rechercher si une opération soumise à son autorisation conduit nécessairement à l'exploitation abusive d'une position dominante et, dans l'affirmative, interdire cette opération, mais que sa mission ne l'investit pas d'une compétence générale pour contrôler, à titre préventif, les opérations de concentration qui ne sont pas prohibées et les soumettre à des conditions fondées

²⁸ Règlement n° 2002-04.

²⁹ Offres ouvertes dans l'année sous revue.

³⁰ Trois d'entre elles n'ayant pas changé de contrôle à l'issue de l'offre : Tour Eiffel, Groupe Gascogne - offre sans suite positive -, Sophia - renonciation par la Société Foncière Lyonnaise à son offre suite à l'ouverture de l'offre concurrente du groupe General Electric.

³¹ À savoir Péchiney et Sophia.

³² Les rachats d'actions tels que prévus à l'article L. 225-207 du code de commerce ont donné lieu à huit offres publiques dans le cadre de l'article 5-3-2 alinéa e) du Règlement général du CMF, ce qui représente le plus grand nombre de ces opérations au cours des années sous revue.

sur une appréciation des risques pour la concurrence qui n'est prévue par aucun texte.

3 L'offre publique d'Alcan Inc sur Péchiney

L'offre d'Alcan sur Péchiney présentait des modalités de rémunération originales dont les autorités de marché ont vérifié la compatibilité avec les règles françaises de libre jeu des surenchères en veillant également à la bonne compréhension de la structure de l'offre par le public français.

3/a Les modalités et conditions de l'offre

Dans son offre initiale déposée le 7 juillet 2003, Alcan proposait la remise, pour 5 actions Péchiney, d'une somme de 123 euros et de 3 actions Alcan à émettre. L'offre mixte principale était assortie d'une OPA et d'une OPE subsidiaires plafonnées de sorte que le paiement en numéraire n'excède pas 60 % et le paiement en titres 40 % du total des actions apportées.

Les termes de la surenchère déposée par Alcan le 15 septembre 2003 présentaient des caractéristiques innovantes et nécessitaient d'être clairement expliqués. Si la partie espèces de la rémunération était fixée, la parité d'échange était fonction d'une formule de calcul³³ fondée sur une moyenne des cours du titre Alcan³⁴ et n'était fixée que cinq jours avant la clôture de l'offre. Alcan se réservait en outre la possibilité de payer en numéraire la totalité de l'offre. Le caractère de surenchère de ces nouvelles modalités a été admis par le CMF après que l'initiateur a fait connaître que la parité d'échange demeurerait au moins égale au rapport offert dans l'offre initiale.

Ces modalités donnaient à Alcan suffisamment de flexibilité pour contrôler la dilution résultant de l'offre et l'évolution du cours de bourse de son action en limitant les prises de position des arbitragistes. Le délai de cinq jours de bourse pour fixer les conditions définitives permettait de respecter les règles de surenchère du règlement général du CMF (article 5-2-4 en vertu duquel « à dater de l'ouverture d'une offre et cinq jours de bourse avant sa date de clôture, un projet d'offre publique concurrente visant les titres de la société visée (...) peut être déposée auprès du Conseil »). Grâce à ce montage également, les actionnaires de Péchiney bénéficiaient du potentiel à la hausse du titre Alcan en ne supportant qu'en partie le risque à la baisse comme dans toute offre publique d'échange.

Le projet d'Alcan prévoyait en outre une clause incitative pour les porteurs de titres en fonction du pourcentage de réussite de l'offre. Ainsi, dès lors que le seuil de 95 % de réussite était atteint, Alcan s'engageait à verser aux actionnaires de Péchiney un « complément de prix »³⁵. À cet égard, pour la bonne information du public, il a semblé nécessaire de préciser, en cours d'offre, les modalités de calcul du seuil des 95 % qui excluait les actions Péchiney correspondant à des options de souscription ayant fait l'objet d'un contrat de liquidité³⁶, ce qui augmentait la probabilité pour Alcan d'atteindre le seuil. Ce seuil fut

finallement atteint à l'issue de la réouverture de l'offre intervenue dans le cadre de l'article 5-2-3-1 du règlement général du CMF et le complément de prix versé à l'ensemble des actionnaires ayant apporté leurs titres Péchiney à l'offre.

D'autre part, Péchiney, qui détenait 2 % de ses actions en couverture d'options d'achat non levées et attribuées aux salariés, a décidé d'apporter ces actions auto-détenues à l'offre, augmentant là aussi la probabilité d'atteindre le seuil de 95 %. Les contrats d'options étant néanmoins irrévocables et les porteurs étant en droit d'exiger des actions Péchiney à tout moment, Alcan s'est engagé, dans un communiqué de presse, à remettre des actions Péchiney aux bénéficiaires d'options qui ne désiraient pas d'actions Alcan.

Enfin, il est à noter qu'Alcan a utilisé la faculté prévue à l'article 5-1-3-3 du règlement du CMF qui permet à l'initiateur de l'offre de prévoir une condition suspensive d'obtention de l'accord des autorités de la concurrence (Commission de Bruxelles et les autorités américaines au titre du *Hart Scott Rodino Act*³⁷). L'offre fut déposée le 7 juillet 2003, et les notifications formelles furent effectuées le 14 août 2003 pour la Commission européenne et le 29 août pour les autorités américaines, sachant que ces autorités avaient été saisies en amont du dépôt du projet d'offre. Celles-ci autorisèrent la prise de contrôle de Péchiney par Alcan le 29 septembre 2003.

3/b L'équivalence d'information entre les deux offres en France et aux États-Unis

Alcan a fait viser pour le public français une note d'information en application du règlement COB n° 2002-04 présentant les termes de l'offre publique, les caractéristiques des titres émis en rémunération, les titres émis en rémunération de l'offre bénéficiant de la dispense de prospectus d'admission prévue à l'article 12-4 du règlement COB n° 98-01 et les titres existants, cotés à Londres depuis trois ans, bénéficiant, pour leur part, de la dispense dite « Eurolist » prévue à l'article 12-5 du règlement COB n° 98-01.

Aux États-Unis, le document 20-F de Péchiney, équivalent du document de référence, et le document S-4, établi au titre de l'émission et de l'admission de titres Alcan Inc., ont été validés par la SEC et mis en ligne sur son site internet. La SEC a ensuite visé le *schedule tender offer*, relatif au descriptif de l'offre d'Alcan Inc. aux États-Unis, et le document 14-D-9, équivalent de la note en réponse de Péchiney. Il est à noter que si l'offre a été ouverte le 7 octobre 2003 en France et le 27 octobre aux États-Unis, les deux offres ont néanmoins clôturé le même jour, c'est-à-dire le 24 novembre 2003, pour garantir l'égalité de traitement des actionnaires. L'offre a ensuite été réouverte dans les deux pays, Alcan ayant obtenu 92,21 % des actions Péchiney.

33 Pour 1 action Péchiney (ou 10 droits d'attribution), le porteur recevait un montant en numéraire de 24,6 euros et un nombre d'actions Alcan égal au rapport entre 22,9 et la « valeur de référence », soit au moins 27,4 ou, si elle était plus élevée, la « valeur moyenne » des cours de l'action Alcan, étant précisé que le nombre d'actions remis en échange ne serait jamais inférieur à 0,6001.

34 Pour le calcul de la « valeur moyenne », Alcan précisait qu'elle serait égale à la moyenne arithmétique de la moyenne quotidienne, après pondération par les volumes, des cours de l'action ordinaire Alcan sur le NYSE - exprimée en dollars U.S. et convertie en euros selon le taux de change US\$/Euro du jour considéré - au cours de 10 jours de bourse américains tirés au hasard par huissier de justice parmi les 30 jours de bourse américains entre le 36^e et le 5^e jours de bourse américain (non inclus) précédant la date de clôture de l'offre.

35 Complément de prix : 1 euro pour chaque action ordinaire Péchiney effectivement apportée à l'offre ; 0,1 euro pour chaque droit d'attribution Péchiney effectivement apporté à l'offre ; 0,4 euro pour chaque OCEANE Péchiney effectivement apportée à l'offre.

36 Seuil de 95 % sur base entièrement diluée compte non tenu des actions Péchiney sous-jacentes à des options d'achat ou de souscription d'actions pour lesquelles les bénéficiaires ont adhéré au contrat de liquidité.

37 Loi de 1976 imposant un examen par les autorités en matière de concurrence des projets de regroupement de sociétés pouvant avoir un effet sur les marchés américains.

4

La couverture des options et des OCEANE lors de l'offre publique d'échange de France Télécom sur Orange

À l'occasion de cette OPE de France Télécom sur la société Orange, la COB a veillé à ce que la note d'information présente clairement la stratégie de couverture des options et des OCEANE de France Télécom et rappelle son cadre réglementaire.

France Télécom, en effet, avait prévu d'utiliser ses actions auto-détenues pour les remettre en échange des actions Orange présentées à l'offre.

Or, dans le cadre de cette offre publique d'échange, France Télécom avait mis en place un contrat de liquidité pour les titulaires d'options Orange et pouvait en conséquence être amené à leur remettre des actions France Télécom. En outre, France Télécom devait également couvrir le risque d'exercice d'obligations à option d'échange en actions existantes émises en 2001 et venant à échéance en novembre 2005.

Afin de se protéger contre le risque lié à ces deux engagements, France Télécom a mis en place une stratégie de gestion du risque financier lui permettant de se procurer des actions existantes.

Un mécanisme de couverture a ainsi été prévu pour tout ou partie des actions sous-jacentes au contrat de liquidité et aux obligations échangeables, y compris pendant la période d'offre. Ce mécanisme pouvait inclure la mise en place de produits dérivés (notamment achats à terme ou achats d'options d'achat d'actions France Télécom auprès de prestataires de services d'investissement, y compris les établissements présentateurs, lesquels pouvaient à leur tour intervenir sur le marché aux fins de couverture, y compris pendant la période d'offre), ou en l'achat d'actions France Télécom.

Ces interventions se sont déroulées dans le cadre strict du programme de rachat d'actions visé préalablement par la COB et dans le respect des dispositions du règlement COB n° 90-04 relatif à l'établissement des cours.

S'agissant d'une offre publique d'échange, ces opérations ont été effectuées conformément aux exemptions prévues par l'article 5-3-7 du règlement général du CMF qui disposent que « la société émettrice des titres de capital rémunérant une offre publique d'échange simplifiée peut continuer ses interventions sur ses propres titres dans le cadre du programme de rachat d'actions prévu à l'article L. 225-209 du code de commerce », et par l'article 5-2-14 du même règlement applicable aux établissements conseils de l'initiateur ou de la société visée ou présentateur de l'offre, ainsi que par toute société de leur groupe qui les autorise « à intervenir sur les titres concernés par l'offre dans le cadre de ses activités d'arbitrage, de tenue de marché et de couverture de risques de position, dans la mesure où ces interventions s'inscrivent dans la continuité de ses pratiques habituelles et relèvent d'équipes, de moyens, d'objectifs et de responsabilités distincts de ceux mobilisés pour l'offre publique » ; et également « à

intervenir sur le marché quand il a reçu mandat de l'initiateur de mettre en place la couverture d'un risque pris par ce dernier à l'occasion de l'opération ».³⁸

Dans ce cadre, France Télécom a acquis 98,78% du capital et des droits de vote d'Orange. L'offre a ensuite été suivie d'une offre publique de retrait à l'issue de laquelle, France Télécom détient 99,20% du capital et des droits de vote d'Orange.

5

L'offre publique d'échange d'ORANE à émettre par Électricité et Eaux de Madagascar contre les actions existantes du groupe Gascogne

La société Électricité et Eaux de Madagascar (EEM) a déposé une offre publique d'échange sur les actions de la société Groupe Gascogne en juillet 2003. L'offre présentait la particularité de proposer des ORANE* en échange des actions Groupe Gascogne. Ce projet a été examiné à plusieurs reprises par les autorités de marché, en raison notamment des liens préexistants entre les deux sociétés (EEM détenait environ 30 % du capital de Groupe Gascogne et devait disposer dans un délai rapproché de droits de vote double sur sa participation susceptibles de lui faire franchir le seuil du tiers des droits de vote, ce qui aux termes de l'article 5-5-2 du règlement général du CMF est générateur d'un dépôt obligatoire d'un projet d'offre), du caractère hostile de l'offre, et des caractéristiques des titres offerts en échange.

5/a

L'amélioration des termes de l'offre

La recevabilité de l'offre a été prononcée le 25 septembre 2003, après obtention de plusieurs améliorations apportées au projet initial visant notamment à garantir la liquidité de l'ORANE et à réduire le risque d'une prise de contrôle rampante.

Les caractéristiques des ORANE à remettre, telles que déterminées lors du dépôt du projet d'offre furent modifiées et complétées : l'intérêt annuel fut porté de 3 % à 4 % ; la clause de différé de paiement du coupon supprimée et une disposition ajoutée consistant en leur remboursement en actions à tout moment au gré des porteurs dès l'émission au cas où le nombre d'ORANE émises serait inférieur à 600 000.

À la demande du CMF, il fut ajouté dans les stipulations de l'offre un seuil de renonciation fixé à 50 % du capital et la neutralisation des droits de vote double obtenus au-delà du tiers. Compte tenu des tailles respectives des deux sociétés en cause et au poids actuel et futur de la société visée dans les actifs de la société initiatrice - selon les hypothèses de taux de réponse à l'offre -, le Conseil considéra que l'insertion d'une condition d'obtention de la majorité du capital constituait un gage de visibilité pour les actionnaires de Groupe Gascogne qui attestait du respect des principes posés à l'article 5-1-1 du règlement général, en particulier des principes de transparence et d'intégrité du marché. Cette disposition a eu pour effet de rendre caduque la clause de remboursement des ORANE dès leur émission au cas où le nombre créé serait inférieur à 600 000.

* ORANE : Obligation remboursable en actions nouvelles ou à émettre

³⁸
Voir aussi le contentieux sur cette offre pages 86 et 89.

5/b

L'attestation d'équité

Les liens capitalistiques existants entre les deux groupes ont conduit la COB à demander l'établissement d'une attestation d'équité à EEM comme à Groupe Gascogne en application de l'instruction d'application du règlement COB n° 2002-04. Ces deux attestations figuraient dans la note de l'initiateur et dans la note en réponse de la société visée.

5/c

La gestion de l'information lors d'une offre non-sollicitée

Cette offre a également soulevé le problème de la gestion de l'information en période d'offre. La COB a en effet été amenée en cours d'offre à demander d'une part aux dirigeants d'EEM de publier un avis financier précisant la situation financière et l'activité d'EEM pour rétablir l'égalité d'information entre les actionnaires, et d'autre part au conseil de surveillance du Groupe Gascogne de clarifier son avis motivé dans la note d'information. En outre, le CMF a pris la décision de reporter la clôture de l'offre, en raison d'un communiqué de la part de Groupe Gascogne sur l'avancement de la restructuration de la filière bois du groupe.

5/d

L'information sur les comptes

Enfin, à l'occasion de cette offre, la COB a précisé le mode de présentation des comptes annuels provisoires ou des comptes semestriels à l'occasion d'offres publiques d'échange se déroulant pendant la période d'arrêt des comptes. Dans le cas des offres publiques d'échange en effet, le règlement COB n° 2002-04 renvoie au schéma A de l'instruction d'application du règlement COB n° 98-01 pour la présentation de l'initiateur dans la note d'offre. Le point 5.1.6. de cette instruction prévoit ainsi que « *Lorsque plus de trois mois se sont écoulés depuis la date de clôture de l'exercice ou du semestre, le prospectus comporte dans le premier cas des comptes annuels provisoires certifiés, dans le second cas, des éléments semestriels attestés, ainsi que les éléments correspondants de l'exercice antérieur* ». Or ce délai de trois mois est inférieur au délai légal de publication prévu par le décret du 27 mars 1967 (quatre mois après la clôture de l'exercice pour les comptes provisoires et quatre mois après la fin du trimestre pour les comptes semestriels).

Pour éviter de retarder la délivrance de visas sur les notes d'information relatives aux offres publiques d'échange deux fois par an pendant un mois (les mois d'avril et d'octobre pour les sociétés dont l'exercice se clôture à fin décembre), la Commission a retenu des modalités spécifiques de délivrance du visa dans le mois précédant la publication des comptes annuels provisoires ou des comptes semestriels. Il a ainsi été tenu compte du fait que les offres publiques d'échange, contrairement aux émissions régies par le règlement COB n° 98-01, portent sur des périodes longues (25 jours de bourse au lieu de quelques jours pour les émissions) et prévoient la révocabilité des ordres jusqu'au dernier jour de l'offre alors que les

ordres de souscription sont irrévocables. La Commission a accepté en conséquence de viser les notes d'information relatives à des offres publiques d'échange avant la publication des comptes annuels provisoires ou des comptes semestriels dès lors que les conditions suivantes sont respectées :

- la note d'information indique la date de tenue du conseil d'administration qui arrête ou examine les comptes, la date et les supports de publication de ces comptes, en rappelant que les ordres d'apport sont révocables jusqu'au dernier jour de l'offre ;
- un délai suffisant (5 jours de bourse minimum) est prévu entre la publication des comptes et la fin de l'offre publique, afin d'exercer la révocabilité des ordres ;
- une situation de trésorerie récente, ou un plan de trésorerie du semestre en cours, vérifiée par les commissaires aux comptes est intégrée dans la présentation de l'évolution récente et des perspectives d'avenir de l'initiateur.

6

L'offre de Cap Gemini sur Transiciel

L'offre publique d'échange alternative de Cap Gemini sur Transiciel comportait deux branches : une branche échange classique (remise pour 3 actions Transiciel de 1 action Cap Gemini) et une deuxième branche qui se composait d'une offre en titres selon une parité inférieure à la première branche, associée à des bons d'attribution d'actions (remise pour 16 actions Transiciel de 5 actions Cap Gemini et de 16 bons d'attribution d'actions nouvelles Cap Gemini). Cette deuxième branche était, notamment, destinée aux dirigeants de Transiciel, le principal actionnaire de Transiciel s'étant engagé à y apporter ses titres (soit 37,44 % du capital représentant 53,77 % des droits de vote de la société).

Chaque bon d'attribution d'actions donne droit à l'attribution en juin 2006 d'une quotité d'actions Cap Gemini à émettre, quotité qui sera fonction des performances du pôle Sogeti/Transiciel en 2004 et 2005. Ces performances seront mesurées à partir du résultat opérationnel brut ajusté - désigné ROBA - de chacun de ces exercices, le ROBA cible étant fixé à respectivement 94 millions d'euros et 125 millions d'euros. Le nombre d'actions supplémentaires ainsi attribuées est plafonné à 20 % du nombre d'actions émises dans le cadre de la seconde branche de l'offre. Un tiers arbitre, d'ores et déjà désigné, sera en charge de déterminer la fraction d'action à attribuer à chaque bon en 2006. Ce tiers arbitre interviendra dès 2005, après approbation des comptes consolidés de l'exercice 2004, pour déterminer le montant théorique d'actions susceptibles d'être attribuées au titre de l'exercice 2004.

Ce bon matérialise un droit à complément de prix variable et aléatoire. Il ne sera ni coté ni cessible. L'attribution complémentaire d'actions prévue dans la seconde branche est déterminée et conditionnée par la réalisation d'objectifs de performance opérationnelle. La non-réalisation de ces objectifs se traduira par l'absence d'attribution complémentaire d'actions.

Le Conseil des marchés financiers a considéré que cette offre préservait le principe d'égalité entre actionnaires puisque la seconde branche ouvrait à tous les investisseurs la possibilité d'avoir le même traitement que les dirigeants. La première branche de l'offre (1 action Cap Gemini pour 3 Transiciel) offrait une prime de 6,67 % par rapport à la seconde (1 action Cap Gemini pour 3,2). La seconde, aléatoire, pouvait permettre de bénéficier en 2006 d'un supplément d'actions pouvant induire *in fine* une rémunération plus favorable plafonnée à 12,6 %³⁹.

Après réouverture de l'offre, Cap Gemini détient 96,71 % du capital et 95,13 % des droits de vote de Transiciel.

7 Les projets d'offre du groupe Lucien Barrière

Le 4 juin 2002, la Société Hôtelière de la Chaîne Lucien Barrière (ci-après SHCLB), déposa deux projets d'offre publique d'échange : l'un visant les actions de la Société Fermière du Casino Municipal de Cannes (ci-après SFCMC), l'autre visant les actions de la Société des Hôtels et Casino de Deauville (ci-après SHCD), toutes deux cotées au Premier marché. SHCLB proposait d'acquérir :

- la totalité des 179 766 actions SFCMC par remise, pour 1 action SFCMC présentée, de 12 actions SHCLB à émettre ;
- la totalité des 1 212 995 actions SHCD par remise, pour 1 action SHCD présentée, de 7 actions SHCLB à émettre.

Non coté, l'initiateur SHCLB avait demandé l'admission de ses actions aux négociations sur le Second marché d'Euronext Paris SA et aux opérations d'Euroclear France à l'issue des offres et sous la condition du succès de celles-ci⁴⁰.

Ce projet d'offre s'inscrivait dans le cadre de la restructuration du groupe Lucien Barrière.

La COB indiqua à l'initiateur qu'il devait être propriétaire de la marque Lucien Barrière dans le cadre de l'admission de ses titres sur un marché réglementé, alors que jusqu'ici les sociétés cotées du groupe (SFCMC et SHCD) avaient l'usage de la marque à titre gratuit. Dès lors, cette question de la marque conditionnant l'admission des titres de l'initiateur sur un marché réglementé, affectait les projets d'offre publique d'échange en eux-mêmes.

Le conseil d'administration de SHCLB autorisa le 2 juillet 2002 l'acquisition de la marque et le même jour un contrat de cession fut conclu entre le Président, M. Dominique Desseigne, et SHCLB afin que cette dernière acquière la marque. Une procédure d'expertise fut diligentée de sorte à fixer la valeur de cette marque et les redevances à payer pour son usage.

Le CMF indiqua que « *dans l'attente de la fixation définitive du prix de la marque et des redevances que devront payer SFCMC et SHCD à SHCLB, ainsi que de la vérification de ce qu'ils n'affecteront pas les parités proposées dans le cadre des offres publiques d'échange déposées par cette dernière, il est sursis à*

l'examen de la recevabilité des projets d'offres publiques d'échange. »

La cotation des titres SFCMC et SHCD fut reprise le 2 août 2002 après publication d'un communiqué.

Le 11 avril 2003, SHCLB publia un communiqué décrivant le processus suivi pour l'évaluation de la marque « Lucien Barrière » et les marques dérivées.

Il était notamment indiqué : « *Connaissance prise de ces rapports d'expertise, certains administrateurs de SHCD ont fait savoir qu'ils contestaient les conclusions des experts. Ce refus entraînant l'impossibilité juridique de faire autoriser en l'état le paiement d'une redevance pour l'usage des marques par le conseil d'administration de SHCD comme le requièrent les dispositions de l'article L. 225-38 du code de commerce, SHCLB, faute de pouvoir faire rémunérer l'acquisition des marques par elle acquises, est dans l'incapacité d'en acquérir la propriété sans obérer son développement. En conséquence, par contrat du 24 décembre 2002, SHCLB et M. Dominique Desseigne ont constaté la caducité du contrat du 2 juillet 2002, son exécution étant devenue impossible par suite d'un événement indépendant de leur volonté* ».

Dans ce contexte, le Conseil des marchés financiers considéra que les conditions n'étaient plus réunies pour que soit prononcée la recevabilité des projets d'offres publiques d'échange selon les dispositions de l'article 5-1-9 du règlement général, puisque l'engagement de cotation des actions SHCLB à remettre en échange ne pouvait être tenu⁴¹. Le 15 avril 2003, il autorisa, en conséquence, l'initiateur à retirer les projets d'offre publiques d'échange visant les actions de SFCMC et de SHCD.

8 L'offre d'Umanis sur CGBI

La société Umanis déposa, le 7 août 2002, un projet d'offre publique d'échange visant les actions de la société CGBI - remise de 11 actions Umanis à émettre pour 10 actions CGBI - assorti d'une condition d'obtention d'au moins 51 % du capital et des droits de vote dilués de CGBI. Cette offre, initialement conjointe, fut déclarée recevable par le Conseil des marchés financiers le 18 septembre 2002 et ouverte le 15 avril 2003, après la publication de la note d'information établie uniquement par l'initiateur de l'offre.

En effet, durant cette période, les sociétés concernées avaient publié le 18 décembre 2002 des communiqués distincts explicitant leurs positions devenues divergentes sur l'intérêt et les conséquences de leur éventuel rapprochement. M. Yves Dreyfus, président-directeur général et fondateur de CGBI, détenteur de 31,1 % du capital et de 41,91 % des droits de vote décida en décembre 2002 de ne plus apporter ses titres à l'offre alors qu'initialement il s'était engagé dans le cadre d'une lettre d'intention, datée du 6 août 2002, à y apporter⁴².

La société CGBI déposa, le 6 mai 2003, au tribunal de commerce de Nanterre une déclaration de cessation des paiements ; celui-ci décida le 7 mai

³⁹ Rapport Cap Gemini/Transiciel dans la première branche = 0,333
Rapport Cap Gemini/Transiciel dans la seconde branche (hors bon) = 0,3125
Rapport Cap Gemini/Transiciel dans la seconde branche avec paiement en 2006 du complément de prix maximal sous forme d'une quotité d'action supplémentaire = 0,375.

⁴⁰ Pour que le niveau de flottant requis pour l'admission des actions SHCLB au Second marché soit atteint (soit 10 %), chaque projet d'offre était assorti d'un seuil de renonciation et conditionné au succès de l'autre en application de l'article 5-1-3-2 du règlement général du CMF. Les seuils étaient fixés aux niveaux indicatifs suivants :
- 84 % du capital de la société SFCMC soit 50,5 % du flottant,
- 60 % du capital de la société SHCD soit 53,5 % du flottant hors participation du Groupe Accor (34,9 % du capital) qui ne serait pas apportée à l'offre, étant précisé que, en raison de l'interconditionnalité entre les deux offres, celles-ci auraient une suite positive si le total des titres apportés à l'une et l'autre offre permettait d'atteindre un flottant minimum de 10 % sur les titres SHCLB.

⁴¹ Un des critères de recevabilité mentionné à l'article 5-1-9 est « la nature, les caractéristiques, la cotation ou le marché des titres proposés en échange ».

⁴² Cette décision rendait plus difficile l'obtention du seuil stipulé dans l'offre.

2003 d'ouvrir une procédure de redressement judiciaire et désigna un administrateur judiciaire qui, outre les pouvoirs qui lui sont conférés par la loi, avait pour mission d'assister la société dans tous les actes de gestion et de disposition. La période d'observation fut fixée à six mois.

Dans ce contexte, la société Umanis demanda, le 23 mai 2003, au Conseil des marchés financiers qu'il l'autorise à renoncer à son offre publique d'échange visant les actions CGBI, en application des dispositions de l'article 5-2-9 alinéa 2 du règlement général. L'établissement présentateur de l'offre a souscrit à cette demande.

Umanis considérait se trouver en présence d'une décision adoptée par la société en période d'offre - décision de demander l'ouverture d'une procédure collective - et estimait que, l'ouverture de la procédure ayant été prononcée, la consistance de la société s'en trouvait immédiatement modifiée à maints égards de telle manière que la personne qui viendrait à acquérir la majorité du capital n'aurait pas le pouvoir de la diriger et de la gérer selon ses choix ni celui d'arrêter les options stratégiques la concernant.

Dans ces circonstances, au vu de la nature de l'offre publique et de la taille respective des sociétés concernées et prenant acte de la situation créée par la déclaration de cessation des paiements par CGBI qui affectait la consistance de la société en raison du dispositif spécifique qui en découle, le CMF décida, le 28 mai 2003, d'autoriser Umanis à renoncer à son offre publique d'échange visant les actions de CGBI, en application de l'article 5-2-9 alinéa 2 du règlement général. Le CMF prit cette décision au regard des principes posés par l'article 5-1-1 visant notamment au déroulement ordonné des opérations au mieux des intérêts des investisseurs et du marché.

9 Les offres publiques d'achat ou d'échange sur titres de créance

Les sociétés Alcatel et Lafarge ont lancé des offres publiques d'achat et d'échange sur plusieurs lignes obligataires. À l'occasion de ces offres, la COB a été amenée à encadrer le déroulement des offres pour assurer le respect de l'égalité de traitement entre les porteurs et garantir une bonne information du public.

Ainsi notamment, la durée des périodes de souscription a été fixée à un minimum de cinq jours de bourse pour les personnes physiques lorsqu'elles étaient, par ailleurs, très réduites pour les investisseurs institutionnels, permettant ainsi à l'initiateur de diminuer le risque d'arbitrage.

En outre, pour limiter le risque de taux de l'initiateur, la COB a autorisé que ces offres soient ouvertes sur la base d'un prix indicatif par le biais d'un communiqué de presse précisant les conditions de détermination du prix définitif, les ordres des souscripteurs étant révocables jusqu'à la fixation de ce prix définitif à la clôture de l'offre réservée aux personnes morales, les personnes physiques souscrivant toujours sur la base d'un prix fixé.

Enfin, lorsque l'offre portait sur plusieurs lignes obligataires la COB a accepté que le montant de l'offre soit inférieur à l'encours des emprunts visés si un mécanisme d'ordre de priorité ou de seuil minimum de rachats clairement expliqué dans le prospectus permettait de garantir un niveau de liquidité suffisant aux lignes d'obligations, objets d'offre, qui n'auraient pas entièrement été rachetées.

10 Les décisions de dérogation à l'obligation de dépôt d'un projet d'offre publique

Durant l'année 2003, les décisions de dérogation à l'obligation de dépôt d'un projet d'offre publique prises par le Conseil des marchés financiers en application des articles 5-5-6 à 5-5-8 du règlement général ont été au nombre de 24.

- 10 d'entre elles ont été rendues en application de l'alinéa b) de l'article 5-5-7 qui vise l'exception possible dans le cadre d'une opération de souscription à l'augmentation de capital d'une société en situation avérée de difficulté financière soumise à l'assemblée générale de ses actionnaires.

Deux enseignements peuvent être tirés des dossiers examinés sous cet angle.

- Tout d'abord, les projets de recapitalisation soumis au Conseil ont presque tous été organisés de manière à permettre la participation éventuelle de l'ensemble des actionnaires en vue de limiter la dilution induite par les émissions réservées et d'ouvrir à tous la possibilité de bénéficier de l'effet de levier potentiel attaché au redressement espéré, le plus souvent par l'attribution gratuite de bons de souscription d'action.

S'agissant des augmentations de capital avec droit préférentiel de souscription, les bénéficiaires de la dérogation avaient, ou pris des engagements, ou manifesté des intentions de souscription à hauteur d'au moins 75 % de manière à assurer en toutes hypothèses la bonne fin de l'opération prévue.

- Ensuite, la situation avérée de difficulté financière visée par l'alinéa b) de l'article 5-5-7 s'était jusque là caractérisée par l'existence d'une procédure de redressement judiciaire ou si une telle procédure n'était pas encore ouverte, par le constat d'un niveau de fonds propres si largement entamé que sans une restauration rapide du capital se profilait le risque du dépôt de bilan.

Une nouveau critère de détermination de la situation de grave difficulté financière a été retenu, le Conseil des marchés financiers ayant été saisi à deux reprises sur la base non plus de capitaux ramenés en deçà de la barre de la moitié du capital social, dégradation soulevant la question de la continuité de l'exploitation, mais d'un risque de cessation de paiement à brève échéance lié à des besoins de trésorerie qui en l'absence d'un apport exceptionnel de fonds propres, ne se trouvaient plus couverts, ou au non-respect de clauses susceptibles d'affecter les dettes bancaires.

- 5 dérogations ont été accordées en application de l'alinéa e) de l'article 5-5-7 lequel renvoie au cas de

relation de la participation en capital et/ou droits de vote d'un actionnaire déclenchée par la diminution du nombre total d'actions ou de droits de vote de la société.

Concernant 2 dossiers, la relation constatée était due à une décision de suppression de la clause d'attribution du droit de vote double prise par l'assemblée générale des actionnaires et éventuellement, de manière concomitante, par l'assemblée spéciale des actionnaires inscrits au nominatif. Au sein de ces assemblées, le requérant, avec le nombre de ses voix, ne pouvait emporter seul une telle décision. Concernant les autres dossiers, la relation était imputable soit à la mise en œuvre du programme de rachat entraînant la suppression du droit de vote des actions autodétenues, soit à la mise en place d'une OPRA à laquelle l'ensemble des actionnaires pouvaient apporter leurs titres sans réduction, soit enfin à la cession par un autre actionnaire de sa participation entraînant la perte des votes double attachés aux actions cédées sans que puisse être suspectée une collusion d'intérêt entre le cédant et le requérant de l'exemption.

- Les autres dérogations ont été accordées au motif d'une opération de reclassement interne à un même groupe (alinéa g) de l'article 5-5-7) ou encore de la détention préalable d'une majorité des droits de vote (alinéa f) du même article) qu'il s'agisse d'opérations d'ordre patrimonial de remontée sous forme d'apports ou de cessions par des actionnaires familiaux de concert de tout ou partie de leur détention dans des entités *ad hoc*, ou encore d'accroissement de la détention en capital d'un membre ou plusieurs membres d'un concert entraînant formellement l'obligation d'offre sans modification des équilibres au sein de ce concert.
- Dans le cadre de l'examen de la recapitalisation du Groupe Flo, le Conseil a par ailleurs constaté, en application de l'article 5-5-5 de son règlement général, que le franchissement de seuil du tiers par BPC au travers de la société par actions simplifiée Financière Flo, structure créée pour organiser le financement de l'opération prévue au moyen principalement de l'injection de fonds par BPC au profit de Financière Flo, ne devait pas donner lieu à dépôt d'une offre obligatoire, les membres de la famille Bucher disposant antérieurement du contrôle majoritaire de Groupe Flo et demeurant prédominants au sein du concert constitué entre elle-même et BPC en qualité d'associés actionnaires de Financière Flo.

2 L'ÉVOLUTION RÉGLEMENTAIRE

De nombreux textes ont été complétés et harmonisés en 2003 : la COB a ainsi harmonisé les modalités de diffusion des prospectus et a simplifié les modalités de délivrance des visas relatifs aux bons d'options. Dans le domaine des titres de créance, plusieurs règles relatives aux offres publiques ont été introduites et les conditions dans lesquelles une notation de ces titres pouvait être exigée ont été revues, tandis qu'étaient précisées les informations concernant les titres de créance à formule. Enfin, en matière de rachat d'actions, les modalités de déclaration par les émetteurs des opérations réalisées sur leurs propres titres ont été précisées et clarifiées.

Par ailleurs, à la suite de consultations de place, la COB a établi des principes généraux relatifs aux opérations de levée de fonds utilisant des structures dérivées, publié une recommandation relative à l'usage des *data room* et, dans la perspective de la directive dite « transparence », lancé un projet de réforme des modalités de diffusion de l'information permanente.

Enfin, pour répondre à sa nouvelle mission en application de la loi de sécurité financière d'août 2003, l'Autorité des marchés financiers a publié les premières orientations relatives à la publication de données concernant le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne des émetteurs.

1 Les modifications des règlements COB n^{os} 98-01, 95-01, 98-08 et 2002-04 et de leurs instructions d'application

À l'issue des différentes réformes intervenues dans le courant de l'année 2002, la COB a procédé à une relecture globale du règlement COB n° 95-01, relatif à l'information à diffuser à l'occasion d'opérations réalisées sur le Nouveau marché, du règlement 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, du règlement COB n° 98-08, relatif à l'offre au public d'instruments financiers, et du règlement COB n° 2002-04 relatif aux offres publiques d'acquisition portant sur des instruments financiers négociés sur un marché réglementé, ainsi que des instructions prises en application de ces règlements⁴³.

L'objectif de cette relecture était d'assurer la cohérence d'ensemble de ces textes et d'introduire des évolutions constatées dans la pratique.

Les modifications des instructions ont porté principalement sur les points suivants :

- l'information à fournir sur la rémunération des mandataires sociaux et sur les instruments donnant accès au capital attribués aux mandataires sociaux

⁴³
Bulletin mensuel COB,
n° 380 de juin 2003 et
Bulletin mensuel COB,
n° 381 de juillet-août 2003.

et à certains salariés à la suite des modifications apportées par la loi relative aux nouvelles régulations économiques ;

- l'extension de certaines des dispositions applicables aux offres portant sur des titres de capital à celles visant des titres de créance, en particulier l'établissement d'un communiqué de presse en cas de dépôt d'un projet d'offre portant sur ces titres, la possibilité de conditionner la réalisation de son offre à l'obtention d'un taux de réponse prédéterminé ;
- l'allègement de la présentation de la société visée par une offre publique de retrait suivi d'un retrait obligatoire ;
- l'allègement des attestations des contrôleurs légaux d'émetteurs, d'initiateurs d'offres publiques ou de sociétés visées étrangères ;
- la précision des conditions de mise en œuvre de la procédure de reconnaissance mutuelle ;
- l'harmonisation des modalités de diffusion des communiqués relatifs aux opérations ;
- la précision concernant les délais de procédure d'instruction des dossiers présentés au visa et la responsabilité des intermédiaires.

2 La réforme des bons d'option

La COB a simplifié les modalités de délivrance des visas relatifs aux bons d'option des émetteurs qui ont choisi d'établir un programme d'émission.

Un programme d'émission de bons d'option donne désormais lieu à l'établissement d'un document, dénommé document d'information, présentant l'émetteur et les caractéristiques communes applicables aux bons d'options (modalités de détermination du montant de règlement, de paiement, d'ajustement, etc.). Ce document est établi en application de l'article L. 412-1 du code monétaire et financier, rédigé conformément à l'article 37 du règlement COB n° 98-01 et visé sur le fondement de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier après contrôle *a priori*.

Cependant ce visa ne peut être considéré comme valablement délivré que si l'émetteur fournit au marché, préalablement à l'admission des titres concernés, une information complète et conforme aux exigences réglementaires de l'appel public à l'épargne et au cadre défini dans le document d'information, par le biais d'un communiqué de presse. Ce communiqué, qui contient les caractéristiques définitives des titres admis (nombre de titres émis, prix, sous-jacents, nombre de bons constituant un lot, nature du bon d'option en termes d'achat ou de vente, etc.), est publié sous la responsabilité de l'émetteur et celle des signataires du document d'information, comme le prévoit l'article 8-4 du règlement n° 98-01, et permet de procéder à l'admission des bons d'option.

Toute modification significative des éléments figurant dans le document d'information résultant des modifications apportées à un quelconque paramètre doit faire l'objet d'un document complémentaire soumis au visa préalable de l'AMF conformément aux

dispositions de l'article 9-1 du règlement COB n° 98-01.

L'AMF a publié des précisions sur le contenu de ces différents supports d'information* (document d'information pour l'admission des bons d'option, communiqué, compléments d'information du programme).

3 La simplification et l'harmonisation des modalités de publicité et de diffusion des documents d'information, règlement COB n° 2003-02

Par son règlement n° 2003-02, la Commission a simplifié et harmonisé les modalités de publicité et de diffusion des documents d'information suivants :

- les prospectus d'admission de titres aux négociations sur un marché réglementé et d'émission avec demande d'admission de titres aux négociations sur un marché réglementé (règlements COB n° 95-01 et n° 98-01) ;
 - les prospectus d'appel public à l'épargne (règlement COB n° 98-08) ;
 - les notes d'information en matière de rachats d'actions (règlement COB n° 98-02) ;
 - les notes d'opérations établies en cas d'offre publique d'acquisition (règlement COB n° 2002-04).
- Leur diffusion doit désormais être effectuée sous trois formes :

- sur un ou des supports « papier » :
 - . soit par une publication du texte intégral dans un quotidien d'information économique et financière de diffusion nationale ;
 - . soit par une mise à disposition au siège social de la société (ou de l'initiateur de l'offre publique) et auprès des organismes chargés du service financier de ses titres (ou auprès du ou des établissements présentateurs de l'offre publique)⁴⁴, accompagnée de la publication d'un communiqué précisant les modalités de cette mise à disposition, dont l'émetteur s'assure de la diffusion effective et intégrale, ou d'un résumé du prospectus publié dans un quotidien d'information économique et financière de diffusion nationale.
- sur un support électronique, par mise en ligne sur le site internet de l'AMF,
- par envoi sans frais, sur demande auprès de la société, d'une copie du document.

Ce régime général s'applique également aux émissions ou aux offres publiques portant sur les titres de créance et les bons d'options. En revanche, en cas d'admission de ces instruments sur les marchés réglementés, la publication dans la presse des documents visés n'est plus exigée.

La diffusion de l'information peut n'intervenir qu'après la délivrance du visa par l'AMF, mais elle doit être effectuée avant le lancement ou l'ouverture des opérations. Les délais très précis prévus dans les règlements relatifs aux programmes de rachat de titres de capital (règlement COB n° 98-08) et aux offres

* Bulletin mensuel COB, n° 383 d'octobre 2003.

⁴⁴ Lorsque l'initiateur d'une offre ou l'établissement présentateur de l'offre n'est pas situé en France, la mise à disposition doit être effectuée auprès d'un prestataire de services d'investissement situé en France et désigné, selon les cas, par le premier ou le second.

publiques (règlement COB n° 2002-04) ont toutefois été conservés pour éviter toute publication tardive.

4 La notation des émissions de titres de créance lorsque ces derniers sont placés auprès du public

La COB a été amenée à s'interroger sur la qualité de l'information à délivrer et en particulier sur la nécessité d'exiger de l'émetteur une notation par une agence spécialisée pour les émissions de titres de créance destinés à être placés auprès du grand public.

La notation des titres de créance émis par les émetteurs dont aucun titre de créance ou de capital n'a encore été admis à la cote était déjà exigée sur la base de l'article 16 du règlement COB n° 98-01 qui autorise la COB à demander la notation d'une émission dans les cas d'examen d'un prospectus d'admission aux négociations sur un marché réglementé ou d'émission d'instruments financiers comportant un élément constitué de titres de créance.

En revanche, il n'existait aucune exigence pour les émetteurs qui, n'entrant pas dans cette catégorie parce que leurs actions sont déjà cotées, souhaitent placer leurs titres de créance dans le public à l'émission. Si cette absence de notation n'était pas un obstacle au placement des titres auprès des investisseurs qualifiés, il est plus difficile pour le grand public d'estimer la probabilité de défaut de l'émetteur et d'analyser l'adéquation entre la rémunération proposée et la situation financière de l'émetteur.

Or, la notation permet de disposer d'un élément d'appréciation supplémentaire significatif et apporte un avis externe nécessaire sur la solvabilité de l'émetteur.

Aussi, afin d'assurer une bonne information du public, l'AMF impose désormais que les émetteurs de titres de créance (à l'exception de ceux donnant ou pouvant donner accès au capital de l'émetteur) fassent également procéder à la notation de leurs émissions dès lors qu'ils entendent procéder à un placement auprès du public et qu'ils ne disposent pas d'une notation pertinente sur des titres déjà émis. En outre, le régulateur demande que ces émetteurs maintiennent une relation contractuelle avec les agences de notation pour que celles-ci poursuivent la notation des titres jusqu'à leur échéance.

5 Les informations à fournir dans les prospectus des titres de créance à formule

Les titres de créance à formule comportent, d'une part, une garantie de remboursement (totale ou partielle) et, d'autre part, une formule de calcul prédéfinie, reposant sur des indicateurs ou des instruments de marché⁴⁵, pour déterminer le montant de remboursement ou des revenus dus en cours ou en fin de vie du titre. Ces titres sont proposés au grand public bien qu'ils présentent une certaine complexité dans leur structuration et le suivi de leur performance, c'est pourquoi la COB a souhaité préciser le contenu des prospectus relatifs à ces titres.

Ainsi, afin de simplifier et de rendre intelligible la présentation de la formule de rémunération du titre, la COB a demandé que soient notamment présentés dans les prospectus des exemples de fonctionnement de la formule (selon des scénarios plus ou moins favorables) et la présentation de l'intérêt économique du produit pour permettre au porteur potentiel de mieux appréhender l'opportunité de son investissement et de calculer les chances de gain qu'offre le produit au regard des différentes phases de marché, accompagnée de graphiques de rendement reprenant ces simulations. Le régulateur a également demandé que l'émetteur indique la valeur de la composante option du produit de façon à lui permettre d'apprécier cette valeur et sa sensibilité.

Ces principes sont proches des règles fixées par la COB en matière de fonds à formule : le gestionnaire doit notamment décrire dans la notice du produit les avantages de la " formule " retenue mais aussi ses inconvénients. Il doit également établir des hypothèses de performances du fonds selon trois scénarios (cas défavorable, médian et favorable)⁴⁶.

6 Les modifications des modalités de déclaration par l'émetteur des opérations réalisées sur ses propres titres

La COB a publié en mars 2003 un bilan des déclarations par les émetteurs des opérations réalisées sur leurs propres titres. Ce bilan a révélé plusieurs insuffisances notamment l'information donnée sur l'utilisation de produits dérivés dans le cadre de programmes de rachat d'actions et la répartition des titres rachetés en fonction des finalités de ces opérations. En conséquence, le régulateur a décidé de renforcer la transparence de ces opérations en demandant aux émetteurs d'établir des déclarations plus précises dans les notes d'information relatives aux programmes de rachat et en complétant les tableaux de déclarations mensuelles.

Ainsi, il a été décidé notamment d'inclure dans la note d'information :

- les annulations de titres effectuées au cours des vingt-quatre mois précédant le jour du dépôt de la note d'information ;
- les opérations effectuées, par voie d'acquisition, de cession ou de transfert, sur le marché ou par bloc, en distinguant les opérations au comptant et par l'utilisation de produits dérivés, et les positions ouvertes, dans le cadre du précédent programme de rachat jusqu'au jour du dépôt de la note d'information ;
- la répartition, en nombre de titres, en fonction de leur finalité, des flux d'acquisition, de cession ou de transfert effectués dans le cadre du précédent programme de rachat ;
- les modalités envisagées par la société pour effectuer les acquisitions, les cessions et les transferts de titres, sur le marché ou par voie de bloc, en distinguant les opérations au comptant des opérations utilisant des produits dérivés ;

⁴⁵ Ces titres peuvent présenter des formules complexes ou il peut s'agir de titres indexés sur un simple indice ou un panier d'actions mais dont la rémunération peut être déterminée à partir de différentes méthodes de constatation (moyenne trimestrielle, annuelle...) et qui peuvent l'impacter sensiblement.

⁴⁶ L'encadrement des fonds à formule : présentation des résultats de la consultation et des décisions de la COB (décembre 2002) <http://www.amf-france.org/>

- le prix maximum d'achat et le prix minimum de revente des titres.

Ces mesures ont conduit à la modification du règlement COB n° 98-02 relatif à l'information à diffuser à l'occasion de programmes de rachats de titres de capital admis aux négociations sur un marché réglementé par le règlement COB n° 2003-06, homologué par arrêté du 27 octobre 2003 et paru au Journal officiel du 20 novembre 2003.

D'autre part, de nouveaux tableaux de déclarations mensuelles des opérations réalisées par les émetteurs sur leurs propres titres ont été établis, qui retracent les opérations et positions ouvertes sur produits dérivés dans le cadre des programmes de rachat. Ces tableaux*, ont été repris dans une nouvelle instruction d'application du règlement COB n° 98-02 publiée dans la revue de l'AMF de janvier 2004.

7

Les principes généraux établis par la COB et le CMF relatifs aux opérations de levée de fonds utilisant des structures dérivées

Ces principes généraux publiés en octobre 2003 résultent d'une consultation de place et d'une étude d'un groupe de travail constitué en décembre 2002 et pour analyser les dernières émissions d'obligations remboursables en actions (ORA) des sociétés Vivendi Universal et Alcatel, notamment, et apprécier de manière plus générale les nouvelles caractéristiques des opérations de levée de fonds utilisant des structures dérivées.

Si les émissions mentionnées ont été structurées dans le but de permettre aux émetteurs d'accéder rapidement au marché primaire et de reconstituer leurs fonds propres, malgré un environnement de marché difficile et volatil, les autorités de marché ont estimé cependant qu'elles pourraient, du fait de leur structure innovante, avoir des conséquences encore mal mesurées sur le marché secondaire des actions de l'émetteur ou sur la capacité du public à participer à des opérations par nature plus complexes. Constatant des volumes de transactions très importants autour de la période du placement dus aux phénomènes de marché liés au lancement de ce type d'émissions et aux réactions qu'ils entraînent de la part des intermédiaires arrangeurs, il est apparu nécessaire que ces intermédiaires maîtrisent cet élément-clé pour la réussite d'opérations par définition délicates à mener à bien.

Face à de telles évolutions pouvant faire courir des risques à l'intégrité des marchés et à la protection des investisseurs, les autorités de marché ont énoncé un certain nombre de principes qui doivent continuer à gouverner le marché, en période de placement primaire, à savoir l'absence d'exploitation d'informations privilégiées ou de manipulation de cours, avant ou pendant le placement, et l'égalité de traitement entre investisseurs, sur l'offre de titres comme sur la mise en place des instruments de couverture éventuels.

C'est à l'aune de ces principes que les autorités de marché ont recommandé l'application des orientations

suivantes dont le détail a été publié au Bulletin mensuel COB n° 383 d'octobre 2003 :

- veiller à protéger l'intégrité du marché contre toute exploitation d'informations privilégiées, en définissant plus précisément les conditions de la période d'abstention d'intervention pour compte propre de l'émetteur, des intermédiaires, des conseils et des personnes contactées dans le cadre de sondages préalables à une opération ; il est apparu nécessaire de préciser que :
 - le principe d'abstention concerne toute personne détenant une information privilégiée même si cette détention n'est pas ou pas encore avérée par un contrat formel relatif à l'opération pour ce qui concerne les intermédiaires et les conseils ; concernant les personnes sondées, le principe d'abstention s'applique même si le sondage n'a pas porté sur l'opération principale mais sur une opération qui lui est connexe ;
 - le principe d'abstention concerne l'ensemble des opérations sur titres, y compris les transactions hors marché, dont le prêt-emprunt de titres ;
 - le principe d'abstention s'applique en amont de la fixation des caractéristiques essentielles de l'opération (structure, taille, prix, calendrier), dès lors que l'aboutissement de l'opération apparaît suffisamment probable ;
 - la période d'abstention perdure jusqu'à la fixation des conditions définitives de l'opération ;
- limiter les risques de manipulation de cours, en exigeant l'utilisation de références plus claires et plus objectives pour la détermination du prix d'émission ; il est précisé que la ou les références de cours doivent être annoncée(s) au préalable et exclure les éléments de prix les plus manipulables ;
- assurer l'égalité de traitement entre investisseurs et le respect des termes de la loi, en encadrant les opérations de couverture réalisées entre l'intermédiaire et ses clients dans le cadre du placement primaire ; il est apparu nécessaire de préciser que :
 - les opérations de couverture dans le cadre de placement de titres de capital ne peuvent être acceptées dans leur principe que si elles sont mises en place après la fixation définitive du prix de l'offre (sauf pour les BSA à prix ouvert et pour les structures dérivées, sous certaines conditions) ;
 - les opérations utilisant des structures dérivées dont les caractéristiques économiques les rapprochent d'opérations au comptant imposent aux émetteurs, à l'appui des éléments fournis par les intermédiaires, de justifier du respect de la règle des « 10 parmi les 20 » en intégrant les caractéristiques économiques de la structure dérivée utilisée ;
- faciliter les opérations en continuant la réflexion sur le cadre légal des opérations primaires et en assouplissant le processus de contrôle du régulateur grâce à la mise en oeuvre pratique du système de programme d'émission prévu par le groupe de travail sur les nouvelles formes d'augmentation de capital.

* Bulletins mensuels
COB n° 377
de mars 2003
et n° 380 de juin 2003,

8

La recommandation n° 2003-01 relative à la transmission d'informations privilégiées préalablement à des opérations de cession de participations significatives dans des sociétés cotées sur un marché réglementé (les procédures dites de *data room*)

Au vu du développement des procédures de *data room* et des difficultés qu'elles sont susceptibles de soulever au regard de la réglementation relative à la divulgation et l'utilisation d'informations privilégiées, en raison du caractère confidentiel de l'information communiquée et de l'accès privilégié qui y est réservé, la Commission des opérations de bourse a souhaité engager une réflexion concernant ces procédures afin de déterminer dans quelle mesure il était possible de limiter les risques qu'elles sont susceptibles d'induire.

Le groupe de travail mis en place en mars 2001 a abouti à la rédaction d'un projet de recommandation qui a fait l'objet d'une consultation de place.

Après avoir publié la synthèse de la consultation en mars 2002, la Commission a publié le 6 novembre 2003 la recommandation n° 2003-01 « *relative à la transmission d'informations privilégiées préalablement à des opérations de cessions de participations significatives dans des sociétés cotées sur un marché réglementé* ».

La mise en place de procédures de *data room* par une société cotée peut intervenir aujourd'hui dans de nombreux cas de figure telles que des cessions d'actifs ou des fusions. La Commission dans sa recommandation entend viser exclusivement le cas des *data rooms* organisées par une société cotée en vue de la cession d'une participation par l'un de ses actionnaires.

En effet, ces *data rooms* ouvrent à un ou plusieurs acquéreurs potentiels de cette participation l'accès à une somme parfois considérable de documents contenant des informations de toute nature sur l'émetteur. Certaines de ces informations sont protégées par des secrets, notamment le secret industriel (brevets) et commercial (clients), d'autres sont sensibles, c'est-à-dire susceptibles d'avoir une influence sur le cours du titre (comptes non encore publiés, états prévisionnels, plan de développement, négociations en cours, etc.). En raison du caractère confidentiel des informations ainsi communiquées par la société, pour les besoins exclusifs d'une transaction entre tiers, et de l'accès privilégié qui y est réservé, ce type particulier de procédure de *data room* doit être spécifiquement justifié au regard de l'intérêt social.

La Commission a souhaité préciser dans une première partie de la recommandation les conditions de mise en œuvre de la procédure de *data room*.

Ces procédures doivent être limitées à la cession de participations significatives, ce critère s'appréciant au vu de la taille de la participation et de ses liens avec les processus de décisions stratégiques (exemples : présence d'un ou plusieurs administrateurs au conseil, partenariat industriel et commercial, etc.).

Par ailleurs, ces cessions doivent être sécurisées par la conclusion d'accords de confidentialité destinés à

prévenir tout risque de divulgation et d'exploitation d'informations privilégiées.

Enfin, elles sont réservées aux personnes témoignant d'un intérêt sérieux d'acquérir.

Dans une deuxième partie, la recommandation traite de l'information du public.

En cas d'offre publique consécutive à la cession d'une participation significative (offres obligatoires, offres volontaires ou offres concurrentes), la note d'information soumise au visa de la COB devra rétablir l'égalité d'accès à tout fait important, dont la connaissance est nécessaire aux investisseurs pour fonder leur jugement, transmis à l'occasion de la *data room*.

En cas de cession d'une participation non suivie d'une offre publique, l'émetteur doit transmettre au marché un certain nombre d'éléments d'information, notamment le prix et les conditions de la transaction, le fait qu'une *data room* a été mise en place pour les besoins de cette opération et tout fait important susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours du titre que l'émetteur a pris la responsabilité de ne pas rendre public, dans l'intérêt de la société, dès lors que cette information est apparue dans la *data room*.

La troisième partie de la recommandation est consacrée à la persistance éventuelle de l'obligation d'abstention des participants à une *data room*.

En l'absence de transaction à l'issue de la *data room*, les participants ne doivent ni divulguer ni exploiter les informations privilégiées qui leur ont été communiquées à l'occasion de la *data room* tant qu'elles n'ont pas été portées à la connaissance du public ou n'ont pas perdu leur caractère significatif. La durée de pertinence des informations doit être précisée.

Pour finir, la recommandation précise que dès lors que l'information ne présente plus un caractère privilégié ou qu'elle a été diffusée à l'occasion d'une offre publique, l'obligation d'abstention disparaît.

9

La réforme des modes de diffusion de de l'information permanente

Afin d'anticiper les évolutions prévues par la directive dite « transparence » et de ne pas entraver la compétitivité de la place de Paris, la COB a lancé, le 29 avril 2003, une consultation sur les modes de diffusion de l'information permanente⁴⁷.

Elle poursuivait plusieurs objectifs :

- améliorer la sécurité juridique des émetteurs, en leur permettant de savoir s'ils ont rempli leurs obligations réglementaires et à quel moment ;
- prendre acte de l'essor de l'internet et des évolutions européennes se dessinant en matière de publication de l'information financière, en permettant aux émetteurs de recourir à la diffusion électronique, sous certaines conditions (notamment de confidentialité et de traçabilité de l'information, ou encore d'alimentation systématique du régulateur) ;

⁴⁷ Bulletin mensuel COB d'avril 2003, n° 378, p. 1.

- garantir l'accès du public à l'information permanente, en temps réel, au travers d'un site internet qui assurera à tout type d'investisseur un accès électronique centralisé et gratuit, de manière strictement simultanée avec le reste du marché, à l'ensemble des communiqués des émetteurs en texte intégral ;
- faciliter les analyses de l'information, au travers d'une classification et d'une indexation des différents types de communiqués réglementaires et de la mise en place progressive d'un archivage et d'un historique de l'ensemble des communiqués des émetteurs.

D'une manière générale, ces propositions ont été accueillies favorablement par l'ensemble des intervenants. En dehors de l'opposition de la presse écrite et de quelques autres acteurs à un système de publication exclusivement électronique, les remarques avaient davantage pour objet d'aménager les modalités proposées qu'à rejeter toute évolution dans ce domaine.⁴⁸

Toutefois, en raison des souhaits ou réserves exprimés par les participants à cette consultation et des intérêts divergents en présence, le régulateur a décidé d'approfondir sa réflexion pour prendre en compte l'ensemble de ces éléments, tout en ne perdant pas de vue l'objectif premier d'amélioration du système actuel de diffusion de l'information permanente.

10 Le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne

La loi de sécurité financière a créé pour les émetteurs des obligations nouvelles d'information en matière de gouvernement d'entreprise et de contrôle interne dans les conditions fixées aux articles 117, 120 et 122, et dont l'Autorité des marchés financiers a reçu mission de fixer les modalités de publication.

L'AMF ayant en outre l'obligation de publier un rapport annuel sur la base des informations rendues publiques par les émetteurs en matière de gouvernement d'entreprise et de contrôle interne, elle a souhaité, après avoir fixé des conditions de publication communes à ces deux matières, fournir aux émetteurs des orientations à l'occasion de ce premier exercice de mise en œuvre de la loi de sécurité financière.⁴⁹

10/a Conditions de publication

Celles-ci varient selon que l'émetteur publie ou non un document de référence.

Dans le cas général, les émetteurs devront publier les rapports précités dans les conditions suivantes :

- mise à disposition sous format imprimé, gratuitement au siège de l'émetteur, avec envoi à toute personne sur simple demande ;
- mise à disposition sous format électronique, sur le site internet de l'AMF, et sur le site internet de l'émetteur lorsque celui-ci dispose d'un tel site ;
- publication d'un communiqué informant le marché de la mise à disposition du rapport.

Dans le cas des émetteurs qui publient un document de référence, le document de référence relatif à l'exercice 2003 devra inclure des informations relatives au gouvernement d'entreprise et aux procédures de contrôle interne, ainsi que, le cas échéant, le rapport spécial des commissaires aux comptes. Ces informations pourraient figurer dans un chapitre spécifique consacré au gouvernement d'entreprise et au contrôle interne, étant précisé que l'émetteur pourra, pour certaines des informations, procéder par renvoi aux informations présentées par ailleurs dans le document (notamment les facteurs de risque).

Dans la suite de la position traditionnelle de la COB, il est rappelé que l'émetteur reste toutefois libre du format de son rapport annuel, sous réserve que celui-ci reprenne les informations requises par l'AMF, ainsi qu'une table de concordance, lorsqu'il dépose ou fait enregistrer ledit rapport annuel comme document de référence.

10/b Orientations complémentaires

Dans le domaine du gouvernement d'entreprise, l'AMF s'est appuyée sur ses recommandations à l'attention des émetteurs publiant un document de référence pour les étendre à tous les émetteurs visés par l'obligation de publication prévue par la loi de sécurité financière⁵⁰. Ainsi tous les émetteurs faisant appel public à l'épargne devront désormais indiquer comment ils appliquent les recommandations des groupes de place en matière de gouvernement d'entreprise ou, à défaut, à expliquer les motivations de leur choix.⁵¹

S'agissant du contenu du rapport sur le contrôle interne, l'AMF a pris acte des lignes directrices élaborées par l'AFEP et le MEDEF et de l'avis juridique de l'ANSA auxquels elle recommande de se reporter pour rédiger la partie descriptive du rapport portant sur les procédures de contrôle interne.⁵²

D'une manière générale, il convient également que le rapport précise l'information concernant :

- les diligences ayant permis son élaboration (entretiens avec la direction générale, discussions au sein du conseil d'administration, réunions avec les commissaires aux comptes et, le cas échéant, le comité d'audit) ;
- toute déficience portée à la connaissance des organes sociaux par les commissaires aux comptes à l'occasion de leur mission.

L'AMF a également souhaité rappeler que les émetteurs sont, en application de la réglementation COB, tenus par une obligation de communication immédiate de toute information sensible (notamment une défaillance majeure dans les procédures de contrôle interne) d'une part et de communication d'une information équivalente à celle publiée sur un marché étranger, et ce, sans attendre la parution du rapport, d'autre part.⁵³

S'agissant de la démarche des émetteurs, l'AMF souhaite que ceux-ci se dotent de moyens leur permettant d'aboutir à terme à une appréciation sur l'adéquation et l'efficacité de leurs procédures de contrôle interne. Toutefois, du fait de la lourdeur d'un tel processus et à l'instar des grandes places

48 Synthèse des réponses à la consultation de place publiée au Bulletin mensuel COB de septembre 2003, n° 382, p. 123.

49 Voir Revue mensuelle de l'AMF de mars 2004, n° 1, p. 39.

50 Voir Bulletin mensuel COB, janvier 2003, n° 375, p. 17 et Revue mensuelle AMF, mars 2004, n°1, p. 5.

51 Il s'agit des rapports conjoints de l'AFEP et du MEDEF, soit les rapports Viénot de juillet 1995 et juillet 1999 et le rapport Bouton de septembre 2002. Ces rapports ont fait l'objet d'une consolidation dans le document intitulé « le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », publié par l'AFEP et le MEDEF en octobre 2003.

52 Recommandations AFEP/MEDEF intitulées « L'application des dispositions de la loi de sécurité financière concernant le rapport du président sur les procédures de contrôle interne mises en place par la société » et note du comité juridique de l'ANSA du 5 novembre 2003, n° 3267.

53 Article 4 du règlement COB n° 98-07. Il est également rappelé que dès lors que le résultat de l'évaluation du contrôle interne permet d'identifier une possible incidence sur la situation financière de l'émetteur (ou du groupe), l'émetteur doit fournir toute information utile sur cette incidence

étrangères, une certaine souplesse leur est laissée sur les modalités et les délais de mise en œuvre de cette démarche.

Ainsi, l'AMF encourage les émetteurs qui disposent d'ores et déjà d'une évaluation de leurs procédures de contrôle interne au titre de l'exercice 2003 à la résumer dans leur rapport en précisant, le cas échéant, les pistes d'amélioration envisagées.

11

La communication et l'évaluation d'informations impliquant la responsabilité environnementale, sociale et sociétale des entreprises

L'impact éventuel des éléments issus du concept de développement durable ou de responsabilité sociale, sociétale et environnementale (RSE) sur la création de valeur actionnariale et sur la performance d'une gestion collective ne fait pas consensus. Dans l'attente d'études plus approfondies sur le sujet, l'AMF croit utile de rappeler les principes de transparence qu'il convient de respecter :

- transparence de la définition des concepts « développement durable » et « RSE » ;
- transparence des méthodes et processus d'analyse, d'évaluation et de contrôle des éléments « RSE » par les entreprises comme par les auditeurs externes (commissaires aux comptes, agences de notation, consultants, experts...) et les gérants d'OPCVM, transparence des règles de déontologie que s'obligent à suivre les auditeurs ou évaluateurs externes ;
- transparence des incidences des stratégies « développement durable », des données « RSE » sur l'activité et les résultats de l'entreprise, des filtres de sélection relatif à « investissement socialement responsable » (ISR) sur la gestion des OPCVM.

Pour l'heure, bon nombre d'acteurs ou d'observateurs spécialisés dans le domaine de la « RSE » regrettent un manque d'harmonisation, d'homogénéité, de transparence des données « RSE » tant au niveau des entreprises que des « évaluateurs » externes (périmètre des données, indicateurs de performance...) ainsi que la difficulté de relier données « RSE » et données financières.

Dans ce contexte, l'AMF estime que le développement durable nécessite dans un premier temps une prise de position concertée des professionnels concernés (émetteurs, agences de notation, commissaires aux comptes, analystes financiers, gestionnaires de capitaux...) afin de dégager des principes de bonne conduite, un langage partagé, transparent et compréhensible. On peut penser que cette concertation est d'ores et déjà bien amorcée compte tenu des différents travaux effectués par les professionnels en 2003 ou qui sont encore en cours et dont les résultats sont attendus dans le premier semestre de l'année 2004.

Dans cette attente, il est recommandé que chaque acteur intervenant soit dans la communication au marché de données « RSE » soit dans la communication d'évaluations de ces données, fasse preuve de transparence et de prudence

3

CONTENTIEUX - JURISPRUDENCE

A

Le contentieux des décisions du Conseil des marchés financiers en matière d'offres publiques

Sont présentées ci-après les questions essentielles traitées par la Cour d'appel de Paris et par la Cour de cassation dans le cadre des recours formés à l'encontre des décisions du Conseil des marchés financiers en 2003 et au début de l'année 2004.

Sur les trois recours formés devant la Cour d'appel de Paris, trois ont donné lieu à une décision de rejet (Legrand : recevabilité d'une offre publique de retrait suivie du retrait obligatoire ; Consodata : rejet d'une demande d'offre publique de retrait par des actionnaires minoritaires ; Orange : recevabilité d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire).

Par ailleurs, la Cour de cassation a rejeté le 7 janvier 2004 le pourvoi formé à l'encontre de l'arrêt Continentale d'Entreprises du 26 février 2002 (dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique).

1

Ordonnance du Premier Président de la Cour d'appel de Paris, 11 avril 2003, Legrand

Une requête⁵⁴ a été déposée le 7 avril 2003 auprès de M. le Premier Président de la Cour d'appel de Paris afin qu'il soit sursis à l'exécution de la décision du Conseil des marchés financiers relative à la recevabilité du projet d'offre publique de retrait suivie de retrait obligatoire⁵⁵ jusqu'au prononcé des arrêts à intervenir sur les recours en annulation⁵⁶. Le Premier Président de la Cour d'appel de Paris a, par ordonnance du 11 avril 2003, donné acte au CMF de ce qu'il s'engageait dans l'intérêt du marché, à proroger la procédure d'offre publique en sorte que la clôture de l'offre intervienne au moins huit jours après le prononcé de l'arrêt de la Cour.

2

Cour d'appel de Paris, 16 septembre 2003, offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire initiée par la société Fimaf visant les titres de la société Legrand

Par cet arrêt⁵⁷, la Cour d'appel de Paris a rejeté les recours en annulation déposés le 7 avril 2003⁵⁸ par l'Association pour la défense des actionnaires minoritaires (ADAM), la société de gestion de FCP, Tocqueville Finance, et trois personnes physiques contre la décision du CMF en date du 26 mars 2003, qui, par application des articles 5-7-1 et 5-1-9 de son règlement général, avait déclaré recevable le projet

⁵⁴ Référence du sursis : SAE 2003/5257.

⁵⁵ Informations et décisions CMF 24 mars 2003, n° 203C0442.

⁵⁶ Voir ci-dessous, le point 2 et p. 88

⁵⁷ CA Paris, 16 septembre 2003, 1^{re}Ch. Section H, R.G. n° 2003/6255.

⁵⁸ Informations et décisions CMF 24 mars 2003, n° 203C0442 et Informations et décisions CMF 31 mars 2003, n° 203C0467.

d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire initiée par la société Fimaf, proposant un prix de 136,73 euros par action ordinaire (AO) et de 114,13 euros par action à dividende prioritaire (ADP).

Une décision régulière en la forme

Inopposabilité des principes posés par la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme (CESDH)

La Cour a jugé que les principes issus de la CESDH, dont celui du contradictoire, ne sont pas applicables au CMF, autorité professionnelle dotée de la personnalité morale, qui agit non pas en tant que juridiction mais comme autorité habilitée à prendre des décisions administratives individuelles ayant la nature d'actes administratifs. Le CMF n'est donc pas tenu, dans l'exercice de ses prérogatives, d'entendre en séance tous les actionnaires minoritaires qui en feraient la demande ou de répondre à leurs observations éventuelles, ni de leur communiquer les documents sur le projet d'offre publique, le respect des droits des actionnaires minoritaires étant garanti par l'ensemble des règles législatives et réglementaires visant à assurer l'égalité des actionnaires et la transparence du marché, et par le recours ouvert devant la Cour d'appel de Paris, de pleine juridiction exercé toutefois dans la limite des compétences et des pouvoirs confiés à l'autorité dont la décision est contrôlée par le juge.

Un dossier de pièces qui éclaire suffisamment le Conseil des marchés financiers

Il résulte des pièces déposées par le CMF au greffe de la Cour que les conditions posées par l'article 5-1-4 du règlement général ont été respectées, le Conseil ayant délibéré sur un dossier lui permettant d'être suffisamment éclairé pour statuer sur le projet qui lui était soumis (en l'espèce, ce dossier contenait : le projet de note d'information, le document de référence de la société Legrand du 28 juin 2002 et son complément d'information en date du 27 janvier 2003, ainsi que les éléments au vu desquels il s'était prononcé sur le projet de garantie de cours visant les titres Legrand en décembre 2002 ; les contestations soulevées par les requérants le 17 mars 2003 à l'encontre de la valorisation de la société visée par l'offre et de la décote appliquée sur les ADP, ainsi que les observations en réponse formulées le 19 mars 2003 par les banques présentatrices et par l'expert indépendant).

Indépendance et impartialité de l'expert indépendant s'étant préalablement prononcé dans le cadre de la garantie de cours

La Cour d'appel a jugé que le fait que l'expert indépendant se soit auparavant prononcé dans le cadre de la garantie de cours ne pouvait en soi conduire à le suspecter de partialité et que les requérants ne justifiaient d'aucun élément permettant de mettre en doute son indépendance ou son impartialité.

Caractère effectif de la publication de la note d'information

La Cour a considéré qu'il était reproché à tort au CMF d'avoir fixé le calendrier de l'offre sans s'être assuré du caractère effectif de la publication de la note

d'information visée par la Commission des opérations de bourse le 27 mars 2003, dès lors que la note d'information visée avait été mise en ligne sur le site internet de la COB (en l'espèce, le 28 mars 2003) et publiée dans un quotidien de diffusion nationale (en l'espèce, le 31 mars 2003).

Inapplicabilité de la loi du 12 avril 2000 relative aux droits des citoyens dans leurs relations avec les administrations

La Cour a constaté que les dispositions de la loi du 12 avril 2000 ne sont pas applicables aux décisions du CMF, qui sont prises à la majorité dans les conditions prévues par les articles L. 622-2 et suivants du code monétaire et financier et par le décret du 3 octobre 1996. En particulier, l'absence d'indication dans le texte de la décision telle que publiée des noms des membres du Conseil ayant délibéré ne constitue pas une irrégularité.

Une motivation suffisante

La Cour a estimé que la motivation des décisions attaquées était suffisante dès lors que ces décisions contenaient les éléments qui permettent d'en comprendre la logique, le sens ou la portée.

Une décision bien fondée

Absence de nécessité de justifier de l'utilité publique de l'opération

La Cour a rappelé que l'obligation faite aux actionnaires minoritaires de céder leurs actions à l'initiateur d'une offre publique de retrait découle de la législation régissant les marchés financiers; ainsi, le transfert de propriété, opéré moyennant une indemnisation juste et équitable, satisfait à l'intérêt du bon fonctionnement du marché sans qu'il y ait lieu de justifier au cas par cas in concreto de l'utilité publique de l'opération.

Inopposabilité de l'éventualité d'une réintroduction en bourse

La Cour a considéré que l'éventualité d'une réintroduction en bourse de la société visée ne peut suffire à affecter la régularité de son retrait effectué en conformité avec les dispositions législatives et réglementaires applicables à cette opération financière.

L'étendue de la compétence de la Cour d'appel de Paris

La Cour a confirmé que sa juridiction ne peut porter sur l'examen de la régularité du financement de l'opération financière, pas plus que sur l'inobservation alléguée des règles du code de commerce applicables au rachat d'actions ou à la détention par le dirigeant d'une société d'actions à dividende prioritaire émises par cette dernière. En effet, il n'est ni du pouvoir du Conseil, ni de la compétence de la Cour statuant sur les recours formés contre ses décisions, de se prononcer sur les violations d'obligations dont les sanctions de droit privé n'entrent pas dans les mesures que l'autorité de marché est habilitée à prendre par application des dispositions du code monétaire et financier et de son règlement général, étant au surplus observé que l'article L. 433-4 du code monétaire et financier ne distingue pas entre les différentes catégories de titres pouvant composer le capital d'une société.

Sur la conformité de l'évaluation avec l'article L. 433-4 du code monétaire et financier

Si les principes d'évaluation imposent d'appliquer une pluralité de critères connus, objectifs et significatifs, cette méthode peut conduire, selon les cas, à écarter des critères non pertinents ou au contraire à retenir des méthodes de valorisation non visées par le législateur, dès lors que l'approche retenue permet de parvenir à une indemnisation équitable des minoritaires faisant l'objet du retrait obligatoire.

La Cour d'appel a considéré qu'il ne pouvait être reproché, en l'espèce, aux banques présentatrices ainsi qu'à l'expert indépendant d'avoir préalablement évalué les fonds propres de la société à travers une analyse multicritères puis d'avoir analysé la répartition de cette valeur entre les deux catégories d'actions existantes, actions ordinaires et ADP, en appréciant la décote des secondes par rapport aux premières au travers d'une analyse également fondée sur des critères multiples.

Elle a considéré que les critères retenus pour l'évaluation des fonds propres de la société Legrand, fondés sur les comparables boursiers, sur l'analyse de transactions comparables et sur l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels, conduisant à une évaluation de 3,7 milliards d'euros, étaient pertinents et cohérents au regard des caractéristiques de la société Legrand et particulièrement de la cession de contrôle conclue le 10 décembre 2002 entre les sociétés Fimaf et Schneider, qui se fondait sur une valorisation identique.

La Cour a constaté que la spécificité des ADP n'avait pas été ignorée par l'autorité de marché qui s'est, au contraire, attachée à la déterminer par une approche intrinsèque et par une analyse multicritères. La valeur intrinsèque des ADP, égale à la valeur du droit de vote, a été étudiée à titre indicatif, compte tenu de la difficulté de déterminer la valeur implicite du droit de vote de l'action ordinaire, étant observé que le privilège consenti aux ADP émises par la société Legrand ne porte que sur la distribution d'un dividende supérieur de 60 % à celui des actions ordinaires, les ADP et les actions ordinaires bénéficiant des mêmes droits sur l'actif social et le bénéfice de liquidation.

La Cour d'appel a relevé également qu'au demeurant les résultats de cette approche intrinsèque ne démentaient pas ceux de l'analyse multicritères également effectuée sur ces titres, fondée sur une appréciation de leur décote historique ainsi que sur les décotes constatées dans le cadre d'opérations similaires.

En effet, la comparaison des cours de bourse des AO et des ADP Legrand au cours de la période précédant le 11 décembre 2002, date du dépôt de la garantie de cours, faisait apparaître une décote constante dépassant 40 % avant l'annonce initiale de Schneider en janvier 2001, et s'élevant à environ 27 % depuis cette date jusqu'à fin 2001, avant de passer à 19 % pendant les douze mois précédant le dépôt de la garantie de cours ; la décote de 16,5 % constatée dans le cadre du retrait obligatoire et admise par le CMF, inférieure de 2,5 % à la décote observée pour

cette dernière période apparaissait ainsi favoriser les titulaires d'ADP Legrand. L'analyse des décotes observées dans le cadre d'opérations présentant des caractéristiques similaires faisant apparaître une décote moyenne comparable des ADP, soit 15,5 %, il ne pouvait, dès lors, être sérieusement soutenu que le droit de vote des actions ordinaires de la société Legrand serait sans valeur, ne serait-ce qu'en raison des prérogatives accordées par le législateur aux détenteurs de ces catégories de titres quelle que soit la fraction de capital qu'ils détiennent.

La Cour d'appel a également relevé que la décote de 16,5 % contestée par les requérants était identique à celle qui avait été appliquée à l'offre révisée de la société Schneider en juin 2001, à laquelle avaient été apportées 98,3 % des actions ordinaires et 97,5 % des ADP.

Elle a donc considéré que la valorisation de la société Legrand dans le cadre de l'offre de Schneider en juin 2001 (soit 6,4 milliards d'euros, à comparer aux 3,67 milliards d'euros retenus pour l'offre contestée) et l'évaluation du cours de bourse pendant cette période avaient été justement écartés comme non pertinents.

De même, il n'a pas été tenu compte de la décision prise par le Tribunal de première instance des Communautés européennes le 22 octobre 2002, qui annulait les décisions de la Commission européenne interdisant le rapprochement de Schneider et de Legrand et ordonnait leur séparation. En effet, ainsi que l'expert indépendant l'avait justement noté dans son rapport en date du 11 mars 2003, les prix proposés par la société Schneider en juin 2001 lors de sa prise de contrôle de la société Legrand, qui correspondaient à une valeur d'entreprise prenant en compte les synergies de coûts et de revenus attendues du rapprochement des deux entreprises et estimées à 240 millions d'euros, ne pouvaient constituer des références pertinentes pour la présente opération conduite par un acquéreur purement financier. La cession de la totalité de cette participation, soit plus de 98 % du capital de la société Legrand, à la société Fimaf, intervenue le 10 décembre 2002 au terme d'un processus concurrentiel de mise aux enchères, constituait, à l'inverse, une référence essentielle, étant observé que le retrait obligatoire contesté, immédiatement mis en œuvre après cette opération et la garantie de cours qui s'en est suivie, a été proposé à un prix identique.

3
Cour d'appel de Paris,
4 novembre 2003, demande au CMF de dépôt
d'un projet d'offre publique de retrait
par la société Seat Pagine Gialle
visant les titres de la société Consodata

La Cour d'appel de Paris a rendu un arrêt⁵⁹ de rejet du recours déposé le 21 février 2003 par trois actionnaires minoritaires, en annulation et, subsidiairement, en réformation de la décision du Conseil des marchés financiers qui, statuant en application de l'article 5-6-1 de son règlement général, avait rejeté, en l'état, leur demande tendant à ce qu'il soit enjoint à la société *Seat Pagine Gialle SpA*

59
CA Paris 4 novembre 2003,
1ère Ch. Section H, R.G.
n° 2003/03267.

(société Seat), actionnaire majoritaire de la société Consodata, de déposer un projet d'offre publique de retrait sur les titres de cette société au prix plancher de 44 euros par titre.

La seule réunion des conditions formelles énoncées à l'article 5-6-1 du règlement général du CMF ne suffit pas à rendre obligatoire l'offre publique de retrait

Selon les dispositions de l'article 5-6-1 du règlement général du CMF, lorsque le ou les actionnaires majoritaires détiennent de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce au moins 95 % des droits de vote d'une société dont les actions sont admises sur un marché réglementé ou ont cessé de l'être, le détenteur de titres conférant des droits de vote n'appartenant pas au groupe majoritaire peut demander au Conseil de requérir du ou des actionnaires majoritaires le dépôt d'un projet d'offre publique de retrait.

Ces dispositions, qui ont pour finalité de permettre à l'actionnaire d'une société dont le titre a perdu sa liquidité sur un marché rendu étroit par le poids relatif des majoritaires, de céder ses titres dans des conditions normales de cours et de délai, n'ont pas pour effet de rendre obligatoire la mise en œuvre d'une offre publique de retrait du seul fait que les conditions formelles qu'elles prévoient sont réunies. Il convient de rechercher dans chaque cas d'espèce si cette mesure est justifiée par les caractéristiques du marché considéré et par la situation particulière des minoritaires qui en font la demande.

Les requérants doivent prouver qu'il leur est impossible, compte tenu des caractéristiques du marché, de céder leurs titres dans des conditions normales de délai et de cours

La vérification du seuil requis

En l'espèce, il n'était pas contesté qu'à la suite de la prise de contrôle de la société Consodata intervenue en 2001, et en application de conventions d'actionnaires conclues successivement avec les actionnaires fondateurs de la société Consodata, traduisant une action de concert entre eux, la société Seat détenait de concert avec les fondateurs de la société Consodata 99,27 % du capital et des droits de vote de cette dernière, le seuil requis par les dispositions de l'article 5-6-1 du règlement général du CMF.

L'analyse de la liquidité du marché : la moyenne des échanges constatés sur le marché

La Cour d'appel a pu vérifier, par ailleurs, que le Conseil avait procédé à l'analyse de la liquidité du marché du titre Consodata en recherchant quelle avait été la moyenne des titres échangés pendant une période de référence de janvier 2002 au 24 janvier 2003, seuls étant retenus les jours de cotation effective. Il résultait de cette analyse que le titre avait coté au cours de 204 séances de bourse, soit en moyenne 15 séances de bourse par mois sur 20 séances de bourse par mois, au cours desquelles avaient été échangées en moyenne 550 actions. Il était ainsi établi par ce critère objectif que le titre Consodata avait fait l'objet de transactions de manière

quasi-quotidienne sur l'ensemble de la période et pour un nombre de titres significatif.

L'absence de pertinence du critère de la « médiane » du volume des titres échangés au cours de la période

La Cour d'appel a estimé que le critère avancé par les requérants de la « médiane des titres échangés » après retraitement et exclusion d'une part significative des transactions ne peut donner qu'une valeur d'observation partielle puisqu'il exclut par définition les valeurs extrêmes des données traitées alors que ces valeurs permettent au contraire d'apprécier la capacité d'un marché à absorber un volume important de titres sans influencer sur le cours et ainsi le délai nécessaire pour sortir de la société. La Cour a en outre relevé que les cours constatés à l'occasion des cinq séances dont il était demandé qu'elles n'entrent pas dans l'appréciation de la liquidité du titre, ne s'écartaient pas des moyennes habituellement relevées sur l'ensemble de la période. Enfin, les requérants ne pouvaient exiger sans contradiction que soient prises en compte les séances de bourse où le titre n'avait pas été coté, alors qu'indépendamment du nombre de séances de cotation, seules les séances de bourse au cours desquelles le titre avait été coté permettaient de constater les volumes échangés et la fourchette de cours dans laquelle les transactions avaient été effectuées et, ainsi, d'apprécier la capacité du marché à absorber les titres offerts.

La Cour d'appel a considéré que ce constat ne pouvait être remis en cause par le fait que le flottant ne représentait que 0,77 % du capital de la société ; l'illiquidité alléguée du titre ne pouvant en effet être caractérisée par la quantité de titres restant en circulation mais devant être appréciée au regard du nombre de titres détenus par les requérants en l'espèce, 7 % de ce flottant ; le flottant aurait dû, en outre, être réduit à 0,36 % si l'on excluait les titres d'un actionnaire qui avait saisi le CMF sans participer au recours et dont il était justement remarqué que la position avait été constituée par des achats massifs au cours de séances dont il était demandé par les requérants de ne pas tenir compte, dans des conditions paraissant contraires à l'esprit de l'article 5-6-1 du règlement général du CMF.

La Cour d'appel a relevé qu'il avait été justement observé par le Conseil, au vu des transactions réalisées au cours de la période, qu'en admettant une absorption par le marché des actions des minoritaires à hauteur de 25 % du volume moyen des échanges, le délai nécessaire pour solder les positions cumulées des requérants, sans décalage important des cours, s'élèverait à trois mois, soit un mois et demi en ne tenant compte que des titres détenus par les seuls requérants devant la Cour.

4 Ordonnance du Premier Président de la Cour d'appel de Paris, 1^{er} décembre 2003, ADAM/Orange SA

Une requête⁶⁰ a été déposée le 24 novembre 2003 auprès de M. le Premier Président de la Cour d'appel de Paris afin qu'il soit sursis à l'exécution de la décision du Conseil des marchés financiers relative à

60 SAE n° 2003/20012.

la recevabilité de l'offre publique de retrait suivie de retrait obligatoire visant les titres Orange jusqu'au prononcé des arrêts à intervenir sur les recours en annulation⁶¹. Le Premier Président, par ordonnance du 1^{er} décembre 2003, a donné acte à l'Autorité des marchés financiers, venant aux droits du Conseil des opérations de bourse, de ce qu'elle s'engageait, dans l'intérêt du marché, à proroger la procédure d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire, en sorte que la clôture de l'offre intervienne au moins huit jours après le prononcé de l'arrêt de la Cour d'appel.

5 Cour de cassation, 7 janvier 2004, modification du contrôle d'une société appréciée en droit suisse⁶², ADAM, Valbel / Financière Pinault, groupe Harwanne

Par cet arrêt⁶³, la Cour de cassation a rejeté le pourvoi principal et le pourvoi incident venant en cassation d'un arrêt rendu le 26 février 2002 par la Cour d'appel de Paris au profit principalement de la SCA Financière Pinault.

La Cour d'appel avait refusé d'annuler la décision du CMF constatant que la réorganisation du capital de la société de droit suisse Harwanne et l'arrivée de Financière Pinault en tant qu'actionnaire minoritaire, n'entraient pas dans le champ d'application de l'article 5-5-3 du règlement général du CMF.

Il est brièvement rappelé qu'à la suite du décès de M. Bernard Siret le 30 juin 2000, les membres de l'hoirie avaient organisé la poursuite du contrôle familial du groupe, au sein duquel la société de droit suisse AFIPA détenait le contrôle de Harwanne, une société de droit suisse, détenant elle-même le contrôle de la société Continentale d'Entreprises, cotée à Paris.

La restructuration prenait principalement la forme d'un apport à la société Holdivar (Holding de droit suisse, non cotée), de la totalité des actions AFIPA détenues par l'hoirie suivie d'un rapprochement avec la société Financière Pinault. Un projet d'accord définissait les conditions auxquelles le nouvel actionnaire pouvait acquérir à terme le contrôle de la société Holdivar. La signature des accords était soumise à la réalisation de certaines conditions suspensives dont l'obtention de la confirmation par les autorités suisses et françaises de ce que la mise en œuvre des opérations n'entraînerait pas d'obligation de déposer une offre publique sur les titres de la société cotée du groupe. Les parties à l'accord avaient demandé le maintien de la confidentialité des éléments financiers des opérations projetées.

L'appréciation du changement de contrôle au regard du droit du siège

La Cour de cassation a confirmé que pour l'application de l'article 5-5-3 du règlement général du CMF qui fait obligation de déposer un projet d'offre lorsque plus d'un tiers du capital d'une société dont les titres sont admis sur un marché réglementé est détenu par une autre société, constitue une part essentielle des actifs de cette dernière, le changement de contrôle s'applique quand une personne vient à prendre le

contrôle de la société détentrice au sens des textes applicables à celle-ci.

Le secret des affaires ne fait pas obstacle à l'appréciation de la régularité de la décision du CMF

La Cour de cassation a rejeté une série de griefs venant critiquer la régularité de la décision du CMF, en énonçant que s'il est de principe que cette régularité s'apprécie au vu des documents examinés par le Conseil, ce principe ne fait pas obstacle à ce que certaines données communiquées au Conseil soient soustraites à l'examen des parties à l'instance dès lors qu'il existe un intérêt légitime à ce que ces informations, qui mettent en jeu le secret des affaires, demeurent confidentielles d'une part, et que la connaissance de celles-ci n'est pas nécessaire à l'exercice effectif du recours ouvert contre la décision de l'autorité de marché d'autre part.

Ainsi la Cour d'appel avait-elle pu décider que les éléments financiers de la convention étaient sans incidence sur l'appréciation du bien-fondé de la décision du CMF et que l'absence de divulgation de ces éléments ne constituait pas un obstacle à l'exercice effectif du recours.

L'absence de prise de contrôle de la société détentrice

Enfin, dans le cadre de l'examen d'une dernière série de griefs, la Cour de cassation a jugé que la Cour d'appel de Paris avait exactement déduit, d'une part, que le transfert à la société Holdivar des titres de la société AFIPA détenus par l'hoirie ne modifiait pas les rapports de domination existants et ne constituait pas une prise de contrôle de la société détentrice et, d'autre part, que la convention conclue le 24 juillet 2001 entre les héritiers n'était que l'adaptation d'une situation préexistante et ne caractérisait pas une prise de contrôle de la société détentrice d'autre part.

Enfin, la Cour de cassation a jugé qu'interprétant l'accord intervenu entre l'hoirie et la société Financière Pinault, la Cour d'appel de Paris avait souverainement estimé qu'il n'en résultait pas que les parties agissaient de concert pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société.

6 Cour d'appel de Paris, 6 avril 2004, offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire initiée par la société France Télécom sur les titres de la société Orange

Par cet arrêt la Cour d'appel de Paris a rejeté les recours déposés le 24 novembre 2003 par l'ADAM et neuf actionnaires personnes physiques en annulation des décisions⁶⁴ du Conseil des marchés financiers du 13 novembre 2003 déclarant recevable le projet d'offre publique de retrait suivie de retrait obligatoire (OPRO) visant les actions de la société Orange déposés par la société France Télécom et fixant le calendrier de l'offre⁶⁵.

Irrecevabilité du recours faute de justifier de la qualité d'actionnaire au jour de la décision du CMF

La Cour a confirmé que le recours formé par une personne qui ne justifie pas de sa qualité d'actionnaire

⁶¹ Informations et décisions CMF 13 novembre 2003, n° 203C1883 et Informations et décisions 19 novembre 2003, n° 203C1920.

⁶² Voir pour plus de détails l'arrêt et la note d'analyse, Revue du CMF n° 48 mai 2002 page 13.

⁶³ Pourvoi n° S02-14.053

⁶⁴ Informations et décisions CMF 13 novembre 2003, n° 203C1883.

⁶⁵ Voir *infra*, l'arrêt de la Cour d'appel du même jour concernant le visa de la note d'information de l'offre, p. 89.

à la date de la décision contestée du Conseil des marchés financiers qui a déclaré l'offre de retrait recevable, ne peut qu'être déclarée irrecevable.

Un recours bien fondé

La Cour a tout d'abord rappelé qu'en application de l'article L. 433-1 du code monétaire et financier et afin d'assurer l'égalité des actionnaires et la transparence du marché, le règlement général du Conseil des marchés financiers fixe les règles relatives aux offres publiques de retrait obligatoire et qu'aux termes de l'article L. 433-4-II du même code, l'évaluation des titres non présentés par les actionnaires minoritaires est effectuée selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs et tient compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de la valeur boursière, de l'existence de filiales et des perspectives d'activité. Elle a également relevé que par l'article 5-1-1 du règlement général du CMF précise que l'évaluation des titres de la société visée, effectuée selon ces méthodes, est assortie de l'appréciation d'un expert indépendant agréé par le CMF.

Sur la prise en compte de la valeur comptable

La Cour a estimé que le Conseil des marchés financiers qui, selon les dispositions de l'article 5-1-9 de son règlement général, examine, pour apprécier la recevabilité de l'offre, notamment, le prix de la parité d'échange, en fonction des critères d'évaluation d'objectifs usuellement retenus et des caractéristiques de la société visée et qui peut demander à l'initiateur de modifier son projet s'il considère qu'il est susceptible de porter atteinte aux principes définis par l'article 5-1-1, n'est pas lié, dans l'exercice de son pouvoir d'appréciation, par les seuls critères retenus par les évaluateurs, était dès lors fondé à relever, au cas d'espèce, que la valeur comptable constituait également une « référence objective et pertinente » dans la mesure où elle était « sous tendue par un exercice de valorisation développé par l'initiateur sous le contrôle des commissaires aux comptes ».

Comme le Conseil l'avait relevé la prise en considération de cette valeur « au même rang » que les critères mis en œuvre par les banques évaluatrices et validés par l'expert (contre valeur de l'offre publique d'échange simplifiée, cours de bourse, actualisation des flux de trésorerie, comparables boursiers) ne remettait pas en cause le prix proposé de 9,50 euros par action dans la mesure où ce prix restait supérieur à la moyenne des « valeurs centrales » (9,3 euros) même en y intégrant (11,8 euros) la « valeur comptable ».

Sur la période de référence choisie

La Cour a admis que les sociétés France Télécom et Orange pouvaient utilement opposer aux requérants que, comme l'attestent plusieurs notes d'information afférentes à des OPRO, une période d'un an est courante et usuelle, et qu'au demeurant Goldman Sachs et la Société générale ont, en l'espèce, présenté dans le rapport d'évaluation un échantillon large de cours et de moyennes de cours de l'action Orange faisant tous ressortir un niveau de prime significatif extériorisé par le prix de l'OPRO.

La Cour a en outre considéré que l'ADAM et M. Ferron ne sont pas fondés à critiquer le défaut d'homogénéité de la période choisie avec celle qui a été retenue pour fixer la parité d'échange de l'OPES*, excluant les cours de bourse de France Télécom antérieurs au 15 avril 2003, cette date, qui pouvait être pertinente pour apprécier la valeur relative des actions de France Télécom et d'Orange, ne l'étant plus en effet dès lors qu'il s'agit de se référer à la seule valeur intrinsèque de l'action Orange.

Les actionnaires minoritaires ne peuvent pas non plus exiger que soient retenues, pour la mise en œuvre du critère des cours de bourse, les seules périodes estimées finalement les plus favorables, le choix de multiples points de référence permettant, à l'opposé, de pondérer les aléas du marché.

Sur le critère du cours de bourse

La Cour a estimé que les requérants invoquent à tort la possibilité, qui ne constitue qu'une conjecture, de progression des titres d'Orange après le 29 août 2003, date qui constitue la dernière mesure objective possible du cours de l'action Orange avant l'annonce de l'offre publique d'échange simplifiée.

Sur le critère des comparaisons boursières

S'agissant en premier lieu de la référence au « consensus d'analystes », la Cour a relevé que celui-ci, a, comme l'expose la note d'information afférente à l'OPRO, été « établi à partir d'une moyenne des agrégats prévisionnels des sociétés comparables, issus des notes d'analystes les plus récentes, postérieures aux dernières communications de résultats des sociétés de l'échantillon » et qu'il « s'appuie en moyenne sur cinq notes d'analystes pour chaque société comparable ».

La Cour a observé que de telles notes d'analystes, qui émanent d'établissements distincts, sont couramment utilisées dans le cadre des évaluations rendues nécessaires par les OPRO et que les données qu'elles comportent constituent, en l'état, l'unique moyen de mettre en œuvre la méthode des comparables boursiers fondée sur une analyse prospective ; qu'en outre, une liste des notes utilisées en l'espèce a été communiquée par les sociétés France Télécom et Orange et que des extraits ont été régulièrement produits.

S'agissant en deuxième lieu de la présence, critiquée, de la société MM02 dans l'échantillon des sociétés comparables, la Cour a estimé qu'il ressort du rapport d'évaluation qu'offrant exclusivement des services de téléphonie mobile, bénéficiant d'une capitalisation boursière importante et générant une partie importante de son chiffre d'affaires hors de son « marché domestique », cette entreprise répond bien à trois des critères définis par les évaluateurs, pour composer un échantillon homogène de sociétés comparables à Orange.

Elle a par ailleurs considéré que le choix du calcul des capitalisations boursières de ces sociétés à partir d'un cours défini au 22 octobre 2003 était fondé, cette date étant celle du dernier jour de bourse précédant la réunion du conseil d'administration d'Orange au cours de laquelle a été présenté le projet d'OPRO.

* OPES : Offre publique d'échange simplifiée

S'agissant en troisième lieu de l'homogénéité de certaines valeurs ou données, la Cour a observé qu'il est constant que la méthode des comparables boursiers est mise en œuvre par les banques en deux étapes :

- la première recourt à un consensus d'analystes fondé sur des études récentes, utilisé au cas d'espèce tant pour Orange que pour ses « comparables », et permet de comparer les agrégats de la société Orange à ceux des sociétés de l'échantillon ;
- au cours de la seconde étape, fondée sur les données issues du plan d'affaires 2003-2006 d'Orange, les banques présentatrices ont procédé à la détermination des multiples boursiers puis à leur mise en œuvre afin de procéder à la valorisation implicite d'Orange.

En ce qui concerne les « *cash-flows* », la Cour a estimé qu'il ressort des explications concordantes des sociétés France Télécom et de l'AMF, comme du rapport et des documents produits, que la différence mise en exergue par l'ADAM provient simplement du « retraitement » des crédits d'impôts différés, pratique usuelle consistant à « normaliser » les agrégats financiers pour en exclure les éléments exceptionnels tenant davantage à la structure du bilan de la société évaluée qu'à sa « performance opérationnelle ». Elle a observé qu'au demeurant ce retraitement, approuvé par l'expert indépendant, a été considéré comme conforme aux usages professionnels par un consultant mandaté par l'ADAM.

En ce qui concerne, enfin, l'écart variable critiqué entre « valeur d'entreprise » et « valeur des fonds propres », la Cour a relevé que les requérants, qui ont, dans leur mémoire récapitulatif, finalement admis les explications techniques données sur ce point par France Télécom et Orange portant déduction de la dette financière nette, ne démontrent nullement la persistance d'une incohérence entre les valeurs retenues qui affecterait la « transparence » de la méthode d'évaluation.

Sur l'actualisation des flux de trésorerie

La Cour a jugé que les sociétés France Télécom et Orange objectent utilement, après l'avoir fait dans une note adressée au CMF, que le « *discounted cash flow* » (DCF ou flux de valeurs terminales) établi pour la détermination de la valeur d'usage ou valeur comptable des actions Orange dans ses comptes, envisage, au regard de données et de perspectives strictement comptables, les avantages économiques futurs de la conservation des titres en cause, tandis que le DCF établi par les évaluateurs pour les besoins de l'offre publique de retrait obligatoire tend, à l'opposé, à appréhender la valeur vénale actuelle des actions Orange, dans la seule perspective d'une « cession d'actifs » visée par les dispositions de l'article L. 433-4 II du code monétaire et financier.

Dès lors, chaque exercice de valorisation s'inscrivant dans un cadre réglementaire et méthodologique distinct, les évaluateurs, approuvés en cela par l'expert indépendant, étaient fondés à retenir des hypothèses ou des paramètres différents, expliquant

ainsi les différences finales de valeur de l'action Orange.

Sur la référence à la parité d'échange proposé par France Télécom dans le cadre de l'OPES

La Cour a souligné qu'ainsi que l'a relaté le CMF, si la référence à un prix implicite de l'OPES est pertinente dans l'appréciation de l'OPRO, il ne résulte d'aucune disposition légale ou réglementaire que cette référence doit être prise sur la base du dernier cours de bourse de l'initiateur précédant le dépôt de ladite offre. Elle a en outre relevé que le CMF a retenu à juste titre que les contrevaleurs de l'OPES prises sur la base de plusieurs moyennes pondérées par les volumes au 29 août 2003 sont compatibles avec les 9,50 euros proposés et que les contrevaleurs ressortant de l'offre publique d'échange simplifiée calculées pendant l'offre sont également en ligne avec le prix.

B

Le contentieux des décisions de visa de la Commission des opérations de bourse

1

Cour d'appel de Paris, 16 septembre 2003, offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire initiée par la société Fimaf visant les titres de la société Legrand⁶⁶

Le 27 mars 2003 la COB visait la note d'information établie par la société Fimaf dans le cadre de l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire initiée sur la totalité des titres de la société Legrand.

Le visa de la COB a donné lieu à un recours en annulation devant la Cour d'appel de Paris, formé par l'Association pour la défense des actionnaires minoritaires (ADAM), la société de gestion de FCP, Tocqueville Finance, et trois personnes physiques, actionnaires minoritaires de la société Legrand.

Le 16 septembre 2003, la Cour d'appel a rendu un arrêt aux termes duquel elle déboutait les requérants de l'ensemble de leurs demandes.

Sur la forme, la Cour a considéré que la décision attaquée était conforme aux exigences de transparence administrative définies à l'article 4 de la loi du 4 avril 2002 en ce que le texte de la décision délivrant ce visa portait la signature du président de la Commission, ayant reçu délégation pour signer les décisions à caractère individuel relevant de la compétence de la Commission, tout en rappelant que cette décision n'avait pas à être motivée, conformément aux dispositions des articles 1 et 2 de la loi du 11 juillet 1979 ainsi qu'à celles de l'article 10 du règlement COB n° 2002-04 relatif aux offres publiques d'acquisition portant sur des instruments financiers négociés sur un marché réglementé.

La Cour a par ailleurs considéré que le principe du contradictoire n'était pas applicable lorsque la Commission agit comme en l'espèce non pas en tant que juridiction mais comme autorité habilitée à prendre des décisions administratives individuelles ayant la

⁶⁶ Voir supra, l'arrêt de la cour d'appel du même jour sur l'avis de recevabilité de l'offre, page 82.

nature d'actes administratifs de sorte qu'elle n'est pas tenue, dans l'exercice de ses prérogatives, d'entendre tous les actionnaires minoritaires qui en feraient la demande ou de répondre à leurs observations, ni de leur communiquer le document d'information qui lui est soumis, rappelant, à ce titre, que le respect des droits des actionnaires minoritaires est garanti par l'ensemble des règles légales visant à assurer l'égalité des actionnaires et la transparence du marché, notamment la publication de la note d'information visée par la COB et par le recours ouvert devant la Cour d'appel de Paris.

Elle a en outre estimé qu'en l'absence d'éléments produits par les requérants permettant de mettre en doute son indépendance ou son impartialité, le fait que l'expert indépendant se soit auparavant prononcé dans le cadre de la procédure de garantie de cours n'était pas de nature à justifier l'exercice par la Commission de son droit d'opposition à la décision d'agrément prise par le CMF.

Sur le fond, la Cour a tout d'abord considéré que la cohérence et la pertinence de l'information diffusée sur l'OPRO ne pouvaient être mises en cause.

À ce titre, elle indique que l'incorporation de documents d'informations par référence dans les notes d'informations relatives aux opérations financières concerne des documents, datant de moins d'un an, soumis au contrôle de la Commission et mis à jour par un complément d'information de sorte que les actionnaires de la société Legrand ont disposé au travers de ces documents d'une information complète sur l'initiateur, la société visée et la teneur de l'offre comme le prévoit l'article 8 du règlement COB n° 2002-04.

Par ailleurs, la Cour a de nouveau réaffirmé son incompétence ainsi que celle de la Commission pour se prononcer sur des questions extérieures à une offre publique, notamment celles relevant exclusivement de l'interprétation du droit privé des contrats et obligations de sorte que le grief tenant à l'irrégularité de l'octroi des garanties accordées dans des conditions régies par le droit des sociétés était inopérant.

Enfin, elle a considéré que les informations concernant les comptes sociaux de l'exercice clos le 31 décembre 2002 et le projet d'affectation du résultat de la société Legrand n'étaient pas exigibles à la date du 27 mars 2003, date d'apposition du visa, le délai de quatre mois prévu l'article 295 du décret du 23 mars 1967 n'étant pas expiré.

2

Cour d'appel de Paris, 21 octobre 2003, offre publique initiée conjointement par les sociétés Crédit Agricole SA et Sacam Développement visant les actions du Crédit Lyonnais

La Cour d'appel de Paris a statué sur un recours en annulation, réformation et indemnisation formé par le Syndicat national de l'agriculture et de la ruralité « Verte France », le Syndicat départemental de défense des droits des agriculteurs et l'Association des travailleurs indépendants à l'encontre du visa apposé par la COB le 25 mars 2003 sur la note

d'opération mise à la disposition du public à l'occasion de l'offre publique initiée conjointement par les sociétés Crédit Agricole SA et Sacam Développement, et visant les actions du Crédit Lyonnais.

À l'appui de leur recours les requérants contestaient notamment la cohérence et la pertinence de certaines informations ainsi que la validité de la décision prise par Crédit Agricole SA et les conséquences de celle-ci sur les prérogatives des sociétaires.

La Cour a estimé que le recours était régulier et recevable en la forme car les syndicats et l'association requérants avaient été constitués pour défendre les intérêts matériels et moraux de leurs adhérents, sociétaires et anciens sociétaires du Crédit Agricole.

Elle a en revanche considéré que le recours était mal fondé au motif que n'ayant ni contesté judiciairement les décisions prises par le CMF sur le déroulement de l'offre publique ni sollicité le sursis à exécution du visa, une éventuelle annulation de la décision de visa serait inopérante puisqu'elle laisserait subsister des décisions distinctes, de surcroît devenues définitives, sur la recevabilité et le calendrier de l'offre. L'offre publique avait en effet été clôturée le 26 mai 2003, soit avant la fin de la procédure judiciaire.

La Cour a au surplus considéré que le recours n'était pas justifié pour trois autres motifs.

Tout d'abord, elle a rappelé une jurisprudence constante selon laquelle le visa de la Commission n'a pour rôle que de vérifier la pertinence et la cohérence de l'information communiquée au marché, l'intervention du régulateur n'impliquant ni approbation de l'opportunité et des modalités de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

Ensuite, elle a précisé que la mission de contrôle de la COB en matière d'offre publique d'acquisition des actions d'une société ne s'étend pas au mode de fonctionnement de l'ensemble des groupements dépendant de l'initiateur d'une offre dès lors que le contenu de la note d'information ne s'en trouve pas affecté.

Enfin, elle a refusé de connaître de demandes étrangères aux attributions de la Commission en indiquant qu'elle ne pouvait exercer sa juridiction que dans la seule limite des pouvoirs relevant de cette Autorité.

3

Cour d'appel de Paris, 6 avril 2004, offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire initiée par la société France Télécom sur les titres de la société Orange

Après avoir rejeté le recours formé par un actionnaire individuel au motif qu'il ne justifiait pas de sa qualité d'actionnaire à la date de la décision de visa de la COB du 17 novembre 2003⁶⁷ sur la note d'information conjointe établie par les sociétés France Télécom et Orange dans le cadre du projet d'offre publique de retrait suivie de retrait obligatoire visant les actions de la société Orange déposé par la société France Télécom, la Cour d'appel a confirmé la décision de visa⁶⁸.

⁶⁷ Visa n° 03-1012 du 17 novembre 2003

⁶⁸ Voir *supra* l'arrêt de la Cour d'appel du même jour concernant la décision de recevabilité de l'offre, p. 86.

Sur le manquement au devoir de protection de l'épargne publique

La Cour a considéré que les communiqués d'Orange des 29 juillet et 1^{er} septembre 2003 annonçant ses bonnes performances au premier semestre 2003 attestent que les dirigeants de la société se sont conformés aux obligations d'information du marché auxquelles ils étaient tenus en vertu des dispositions de l'article 4 du règlement n° 98-07 de la Commission des opérations de bourse, dans des conditions qui n'ont pas alors appelé de réserves de la part de cette autorité ; qu'en outre, la société France Télécom avait précisé, dans la note d'information conjointe relative à l'offre publique d'échange simplifiée visée par la COB le 9 septembre 2003, qu'elle se réservait la possibilité de déposer ultérieurement une offre publique de retrait suivie éventuellement d'un retrait obligatoire, visant les titres Orange qu'elle ne détiendrait pas.

Après avoir rappelé que l'intervention de la Commission des opérations de bourse n'implique ni approbation de l'opportunité ni appréciation des modalités de l'opération soumise à son contrôle, la Cour a constaté que c'est vainement que les requérants remettent en cause les circonstances à l'occasion desquelles l'initiateur a mis en œuvre l'offre publique de retrait critiquée et, en particulier, le choix de la date de cette opération.

Sur la pertinence et la cohérence de l'information

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie

La Cour a relevé qu'après avoir présenté les différentes méthodes retenues par les banques dans le rapport d'évaluation, la note explique clairement les raisons qui ont conduit à l'absence de référence à la valeur comptable des actions Orange de France Télécom, en indiquant que les établissements présentateurs ont considéré que cette valeur comptable n'était pas pertinente dans leur analyse de la valorisation d'Orange alors que la valeur d'usage définie dans la note était déterminée dans le cadre des hypothèses économiques et des conditions d'exploitation prévisionnelles à long terme retenues par le groupe France Télécom.

La Cour a relevé qu'à l'inverse, conformément à l'article L. 433-4 du code monétaire et financier, repris par l'article 5-7-1 du règlement général du CMF, les travaux d'évaluation menés par les établissements présentateurs, dans le cadre de l'offre, devant être effectués selon des méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs, ils visaient, à partir d'une approche multi-critères, à approcher ce que pourrait être la juste valeur d'une entreprise dans le cadre d'une transaction de marché et à ce titre doivent s'appuyer sur les pratiques usuelles de marché observées en la matière.

À cet égard la Cour a considéré que le « *discounted cash flow* » (DCF ou flux de valeurs terminales) établi pour la détermination de la valeur d'usage ou valeur comptable des actions Orange dans les comptes de France Télécom, envisage, au regard de données et de perspectives strictement comptables, les avantages économiques futurs de la conservation des titres en cause, tandis que la méthode mise en œuvre par les

évaluateurs pour les besoins de l'offre publique de retrait obligatoire tend, à l'opposé, à appréhender la valeur vénale actuelle des actions Orange dans la seule perspective d'une « cession d'actifs » visée par les dispositions de l'article L. 433-4 II du code monétaire et financier.

Dès lors, la Cour a estimé que chaque exercice de valorisation s'inscrivant dans un cadre réglementaire et méthodologique distinct, les évaluateurs, approuvés en cela par l'expert indépendant, étaient fondés à retenir des hypothèses ou des paramètres différents, expliquant ainsi les différences finales de valeur de l'action Orange.

La référence au consensus d'analyse et aux pratiques de marché

La Cour a relevé que la note d'information expose, de manière précise, s'agissant du critère des comparaisons boursières, que le consensus d'analystes a été élaboré « *à partir d'une moyenne des agrégats prévisionnels des sociétés comparables, issus des notes d'analystes les plus récentes, postérieures aux dernières communications des résultats des sociétés de l'échantillon. Le consensus s'appuie en moyenne sur cinq notes d'analystes pour chaque société comparable* ».

Elle en outre observé que d'autres notes d'information visées par la COB et versées aux débats, attestent que les notes d'analystes, qui émanent d'établissements distincts, sont couramment utilisées, dans le cadre des évaluations rendues nécessaires par les OPRO, il est acquis que les données qu'elles comportent constituent, en l'état, l'unique moyen de mettre en œuvre la méthode des comparables boursiers, fondée sur une analyse prospective.

La Cour a également relevé que « *les pratiques de marché* » auxquelles fait référence la note d'information dans un paragraphe consacré à la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie, ont simplement permis aux évaluateurs de déterminer, par sous-ensembles, des hypothèses pour le DCF, méthode confirmée par les notes d'information concernant des OPRO qui ont été produites par l'AMF, et qu'au demeurant le consultant dont la note est versée aux débats par les requérants se réfère lui-même à une telle pratique, en déclarant qu'elle assure une « *précision d'analyse* ».

Le rapport de l'expert indépendant

La Cour a estimé que l'expert indépendant, pour apprécier le bien fondé de l'évaluation réalisée pour le compte de France Télécom, s'était borné à reprendre des notions ou concepts déjà utilisés par les évaluateurs, dont les requérants eux mêmes, lorsqu'ils les emploient pour les besoins de leur argumentation, ne discutent pas la pertinence.

Par ailleurs elle a constaté que l'expert, en évoquant « *un niveau proche de zéro* » pour les *cash flow* d'Orange mettait simplement en exergue la différence entre le montant très faible des *cash flow* après investissement d'Orange en 2002 ressortant de son document en référence 2002 et, par ailleurs, le montant attendu des mêmes *cash flow* après investissement au titre de l'exercice 2003, appréciation

qui ne porte pas atteinte à la pertinence et à la cohérence de l'information délivrée.

Le free cash flow et capex prévisionnels

La Cour a constaté que la note s'est seulement bornée à présenter, de manière distincte, sans contradiction ni incohérence, dans un cas, les caractéristiques essentielles de la société Orange, avec un indicateur (14 milliards d'euros) qui ne prend pas en compte tous les éléments affectant les flux de trésorerie, et, dans l'autre cas des données utilisées par les évaluateurs dans le cadre de leurs travaux de valorisation d'Orange, qui impliquent la déduction « d'éléments opérationnels affichant la position de trésorerie », ce qui explique un chiffre moins élevé.

Relevant que toutes les explications utiles sur ce point ont été fournies dans la note d'information, qui relate que « le plan d'affaires utilisé par les établissements présentateurs est en cohérence avec les indications données par la direction d'Orange à l'issue de la publication des résultats trimestriels, et par France Télécom lors de la réunion d'investisseurs du 12 novembre 2003, à l'exception du montant du capex qui traduit un glissement de dépenses d'investissement, mais qui s'effectue dans le cadre d'une enveloppe constante de 7-8 milliards d'euros pour 2003-2005 », la Cour a conclu qu'en l'état d'un simple « glissement » des dépenses d'investissement dont l'enveloppe globale demeurerait « constante », les données retenues par les évaluateurs pour leurs travaux n'avaient pas à être modifiées.

Les informations relatives aux comparaisons boursières

La Cour a observé que la note d'information se borne seulement, et sans contradiction avec le rapport d'évaluation, à relater les deux étapes de construction de ces comparaisons.

En ce qui concerne les *cash-flows*, elle relève qu'il ressort des explications concordantes des sociétés France Télécom et de l'AMF comme du rapport et des documents produits, que la différence mise en exergue par l'ADAM provient simplement du " retraitement " des crédits d'impôts différés, pratique usuelle consistant à " normaliser " les agrégats financiers pour en exclure les éléments exceptionnels tenant d'avantage à la structure du bilan de la société évaluée qu'à sa " performance opérationnelle ". Au demeurant ce retraitement, approuvé par l'expert indépendant, a été considéré comme conforme aux usages professionnels par un consultant mandaté par les requérants.

En ce qui concerne, enfin, l'écart critiqué selon la méthode employée, entre « valeur d'entreprise et valeur des fonds propres », la Cour note que les requérants, qui prennent acte, dans leur mémoire récapitulatif des explications techniques de France Télécom et d'Orange, tirées de la déduction, dans un cas, de la dette financière nette, ne sont pas fondés à dénoncer l'imprécision de la notion de *free cash-flow* qui est définie dans la note d'OPES incorporée par référence à la note d'information.

C

Autre décision : ordonnance de séquestre du Président du TGI de Paris, 9 juillet 2003

Saisi sur requête par la COB en application de l'article L. 621-13 du code monétaire et financier, le Délégué du Président du TGI de Paris a ordonné le 9 juillet 2003 la mise sous séquestre judiciaire, entre les mains du Bâtonnier de l'Ordre des avocats de Paris, de toutes sommes dues par la société Vivendi Universal à M. Jean-Marie Messier au titre de la convention « *termination agreement* » conclue le 1^{er} juillet 2002, jusqu'au jour où l'assemblée générale de la société émettra un vote sur rapport spécial des commissaires aux comptes exposant les circonstances en raison desquelles la procédure d'autorisation de cette convention n'a pas été suivie.

Apprenant en effet que M. Jean-Marie Messier demandait le paiement d'une somme de 20,5 millions d'euros au titre d'une convention qu'il avait signée alors qu'il était président du conseil d'administration de la société Vivendi Universal et qui stipulait diverses indemnités et avantages à son profit, et constatant que cette convention n'avait pas été soumise à l'autorisation préalable du conseil d'administration ni à l'analyse des commissaires aux comptes comme le prévoient les articles L. 225-38 et L. 225-40 du code de commerce, la Commission a en effet souhaité que les droits des actionnaires puissent être préservés. Pour ce faire il convenait que les sommes réclamées ne soient pas versées avant que l'assemblée générale ait pu statuer sur le rapport spécial des commissaires aux comptes.

Apprenant par ailleurs que le Tribunal de l'État de New-York était saisi d'une demande d'exécution de la sentence arbitrale concluant au droit de M. Messier à percevoir les indemnités susmentionnées, la COB est intervenue en août 2003 dans la procédure en qualité d'*Amicus curiae* aux fins de faire valoir au tribunal que l'ordre public français de protection des droits des actionnaires de Vivendi Universal exigeait qu'ils puissent se prononcer en assemblée générale avant toute exécution de la sentence arbitrale.

Le 11 septembre 2003 le tribunal a toutefois confirmé la sanction mais la *Securities and exchange* commission (SEC), faisant usage des pouvoirs que lui a conférés la section 1103 de la loi Sarbanes-Oxley, a fait séquestrer par le Tribunal fédéral de New York les sommes demandées à Vivendi Universal.

Le 23 décembre 2003, Vivendi Universal et M. Jean-Marie Messier ont conclu une transaction avec la SEC aux termes de laquelle la SEC renonçait à toute poursuite à l'encontre des intéressés et ces sommes étaient versées dans un fonds destiné à l'indemnisation des actionnaires.

Dès lors le séquestre constitué à Paris est devenu sans objet.

D'autres procédures sont en cours tant en France qu'aux États-Unis (*class action*).

4 LES QUESTIONS COMPTABLES

A

L'évolution de la réglementation comptable française

En 2003, le Conseil national de la comptabilité (CNC) et le Comité de réglementation comptable (CRC) ont publié de nombreux règlements, avis et communiqués à l'élaboration desquels la COB, puis l'AMF, ont étroitement participé lorsqu'ils concernent les sociétés faisant appel public à l'épargne.

1

Les entreprises de tous secteurs

1/a

Les règlements du CRC

Le règlement n° 2003-01 du 2 octobre 2003 relatif au traitement comptable des activités d'échange dans le cadre des transactions internet

Ce règlement, pris à la suite de l'avis n°2003-06 du 1^{er} avril 2003 du CNC, introduit dans le plan comptable général la notion d'échange de lots dont l'un au moins est une prestation publicitaire sur internet. Cet échange doit être comptabilisé à la valeur vénale, celle-ci devant s'apprécier par rapport à des ventes normales, c'est-à-dire réglées en espèces ou au moyen d'un autre actif dont la valeur peut être déterminée de façon fiable.⁶⁹

Le règlement n° 2003-04 du 2 octobre 2003 relatif au traitement comptable des produits de cession des immobilisations réévaluées

Une réévaluation libre des immobilisations corporelles et financières génère un écart de réévaluation constaté en capitaux propres dont le caractère non distribuable est prévu par l'article L. 232-11 du code de commerce. Le traitement comptable de cet écart consécutif à la cession de l'immobilisation réévaluée pose question.

Pris à la suite de l'avis n°2003-10 du 24 juin 2003 du CNC, ce règlement précise que l'écart peut être considéré comme réalisé en totalité lors de la cession de l'immobilisation réévaluée, ainsi que progressivement au fur et à mesure de la constatation du supplément d'amortissement relatif à la partie réévaluée de l'immobilisation.

Le règlement n° 2003-05 du 20 novembre 2003 relatif au traitement des coûts de création de sites internet

Le plan comptable général ne contient pas de dispositions précises en matière de comptabilisation des coûts de création des sites internet. C'est la raison pour laquelle, à la suite de l'avis n°2003-11 du CNC, le CRC a pris ce règlement afin d'introduire la possibilité de constater à l'actif les coûts de création

de sites internet dès lors que certaines conditions précisées sont remplies. Il précise, en outre, la nature des coûts engagés pouvant être comptabilisés.

Le règlement n° 2003-07 du 12 décembre 2003 modifiant l'article 15 du règlement n°2002-10 du CRC relatif à l'amortissement et à la dépréciation des actifs

Ce règlement vient modifier, avec application immédiate, les dispositions transitoires de première application du règlement susmentionné n°2002-10 sur l'amortissement et la dépréciation des actifs. Il rappelle que l'impact de l'adoption de ce règlement doit être comptabilisé comme un changement de méthode⁷⁰, mais il souligne que les changements de plan d'amortissement et de modalités de calcul de la valeur d'usage résultant d'événements postérieurs à la date de première application du règlement constituent un changement d'estimation⁷¹.

D'autres modifications sont également introduites concernant les mesures transitoires relatives à la comptabilisation des actifs par composants pour les grosses réparations, ces mesures étant applicables jusqu'aux exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2005, date à partir de laquelle les dispositions du règlement autres que transitoires s'appliquent.

1/b Les avis du Comité d'urgence

Avis n° 2003-D du 11 juin 2003 relatif au traitement comptable des indemnités d'assurance reçues à la suite de la destruction d'une immobilisation

Le Comité d'urgence a conclu que les indemnités d'assurance doivent être comptabilisées en totalité en résultat et ne peuvent pas être étalées sur la durée d'amortissement de la nouvelle immobilisation. Il a par ailleurs estimé que le fait que les indemnités soient versées par la compagnie d'assurance de l'entreprise concernée ou par le tiers présumé être à l'origine du sinistre n'a pas d'incidence sur les modalités de comptabilisation de l'événement.

Avis n° 2004-A du 21 janvier 2004 relatif au traitement comptable des modifications du montant des engagements relatifs aux indemnités de fin de carrière, résultant de l'application de la loi n° 2003-775 du 21 août 2003 portant réforme des retraites

L'article L. 122-14 du code de travail définit les deux modalités de calcul de l'indemnité de fin de carrière :

- lorsque son départ a lieu à son initiative, le salarié perçoit l'indemnité légale de départ à la retraite ou une indemnité résultant d'une convention collective ou d'une autre nature lorsqu'elle est supérieure ; l'indemnité légale ou conventionnelle de départ à la retraite est soumise à cotisations sociales ;
- lorsque l'employeur prend la décision de la mise à la retraite, sous réserve que le salarié ait atteint un certain âge et qu'il puisse bénéficier d'une retraite à taux plein, il verse l'indemnité de mise à la retraite calculée selon la formule prévue par la loi ou selon celle prévue par une convention collective si celle-ci est plus favorable ; cette indemnité est exonérée de cotisations sociales, pour sa fraction non taxée à l'impôt sur le revenu.

⁶⁹ La COB avait abordé ce sujet en proposant de se référer au principe proposé par le Comité d'urgence américain dans son interprétation EITF 99-17, fondement d'une interprétation SIC 31 de l'ASC qui, elle-même, sous-tend les principes posés par le règlement français adopté ; voir Bulletin mensuel COB n° 352, Décembre 2000, pages 14 et suivantes.

⁷⁰ C'est-à-dire que l'effet, calculé rétrospectivement, affecte les capitaux propres.

⁷¹ C'est-à-dire que l'effet, calculé de façon prospective, affecte le résultat de l'exercice de changement et les résultats futurs.

Le Comité d'urgence note que :

- la loi portant réforme des retraites prévoit l'allongement de la durée de cotisation pour obtenir une retraite à taux plein et modifie les modalités de départ à la retraite ;
- en cas de départ volontaire, les salariés ne peuvent plus faire valoir leurs droits à la retraite avant l'âge de 60 ans⁷² ;
- de même, les employeurs ne pourront plus demander aux salariés de quitter l'entreprise avant l'âge de 65 ans⁷³.

La traduction comptable des changements liés à cette loi dépend de la méthode de comptabilisation retenue par chaque groupe en matière d'engagements de retraite.

Pour les entreprises qui comptabilisent leurs engagements de retraite⁷⁴ conformément aux dispositions de la recommandation du CNC n° 2003-R 01 relative aux règles de comptabilisation et d'évaluation des engagements de retraite, l'ensemble des modifications résultant de la loi susvisée doit être considéré comme résultant d'un changement de régime d'avantages postérieurs à l'emploi, pour les comptes des exercices clos après le 22 août 2003. En conséquence, l'ensemble de ces modifications doit être comptabilisé, à compter de la date de changement de régime, selon un mode linéaire sur la durée moyenne d'acquisition des droits, correspondant, dans le cas des indemnités de fin de carrière, à la durée résiduelle moyenne d'activité des salariés bénéficiaires.

Le même traitement doit être retenu lorsque les entreprises ne comptabilisent que les indemnités de fin de carrière tout en appliquant les dispositions de la recommandation (provisionnement partiel).

Pour les entreprises qui ne déterminent pas leurs engagements selon les dispositions de la recommandation susvisée et les comptabilisent en tout ou partie, les conséquences de la nouvelle loi sur l'évaluation des indemnités de fin de carrière constituent un changement d'estimation dans les comptes des exercices clos après le 22 août 2003. Le différentiel résultant de la nouvelle estimation doit être comptabilisé de la manière suivante :

- si la part du différentiel correspondant aux conséquences de la loi susvisée peut être identifiée, les modifications doivent, de façon préférentielle, être comptabilisées dans le résultat de l'exercice, à compter de la date de changement de régime, selon un mode linéaire sur la durée moyenne d'acquisition des droits ;
- dans le cas contraire, le différentiel comprenant les modifications liées à la loi susvisée doit être comptabilisé en résultat dans l'exercice.

2

Les entreprises d'assurance

Avis n° 2004-B du 21 janvier 2004 du Comité d'urgence relatif au traitement comptable de la provision pour risque d'exigibilité dans les comptes individuels et consolidés suite au décret n° 2003- 1236 du 22 décembre 2003

Avant la publication du décret du 22 décembre 2003, la constitution de la provision pouvait, après accord de la Commission de contrôle des assurances, être étalée sur plusieurs exercices. Les modifications apportées par le décret entraînent que, dorénavant, la constitution de la provision pour risque d'exigibilité est, sauf cas exceptionnel, systématiquement effectuée de façon progressive (dotation d'un tiers de la moins-value latente constatée en date de clôture).

Dans les comptes individuels, cela implique un changement dans les estimations comptables, c'est-à-dire traité de façon prospective dans les comptes de l'exercice 2003. Aussi, les provisions constituées au 31 décembre 2002 sont-elles maintenues sous réserve des ajustements suivants :

- si l'évolution des marchés financiers en 2003 conduit à ce que le montant des provisions constituées au 31 décembre 2002 excède celui de la moins-value nette globale calculée au 31 décembre 2003, les provisions sont reprises de façon à ajuster le montant de la provision au 31 décembre 2003 sur le montant de cette moins-value nette globale ;
- si l'évolution des marchés financiers en 2003 conduit à ce que le montant des provisions constituées au 31 décembre 2002 soit inférieur à celui de la moins-value nette globale calculée au 31 décembre 2003, les dotations de l'exercice 2003 sont calculées selon les nouvelles dispositions du décret, étant rappelé que le montant total de la provision au 31 décembre 2003 ne peut excéder celui de la moins-value nette globale calculée à la même date.

Il appartient à chaque groupe d'analyser la nécessité du maintien de la provision pour risque d'exigibilité dans les comptes consolidés. La provision constituée au 31 décembre 2003 doit ainsi :

- soit être constituée en totalité pour toutes les entités du groupe répondant aux critères de constitution (existence d'une moins-value latente en date de clôture) s'il s'avère que cette provision correspond à un risque non pris en compte par ailleurs ;
- soit dans le cas contraire, être retraitée en totalité dans les comptes consolidés.

Il en résulte les conséquences suivantes, selon la situation des groupes.

- Si le groupe constitue une provision pour risque d'exigibilité dans les comptes consolidés au 31 décembre 2003 et a toujours constitué cette provision en totalité et pour toutes les entités du groupe, les provisions constituées au 31 décembre 2002 sont maintenues. Les dotations et reprises de l'exercice 2003 sont constatées au compte de résultat.
- Si le groupe constitue une provision pour risque d'exigibilité dans les comptes consolidés au 31

⁷² Sauf ceux ayant commencé à travailler très jeune et ayant une longue carrière.

⁷³ Sauf dans le cadre d'un accord collectif dont les modalités prévues par la loi doivent être négociées avant le 1^{er} janvier 2008 ou si les salariés bénéficient d'une convention de préretraite.

⁷⁴ L'application de cette recommandation aux émetteurs a été formulée dans le Bulletin mensuel COB n° 383 d'octobre 2003, pages 183 à 189.

décembre 2003 et n'avait pas constitué cette provision en totalité ou ne l'avait pas constitué pour toutes les entités du groupe fin 2002, la constitution à 100% de la provision pour risque d'exigibilité pour toutes les entités du groupe implique un changement de méthode comptable qui doit être traité de façon rétrospective.

- Si le groupe a affirmé et explicité dans l'annexe aux comptes consolidés de l'exercice 2002 que la provision pour risque d'exigibilité était sans objet dans les comptes consolidés, les provisions constituées au 31 décembre 2002 représentant uniquement une majoration prudentielle des estimations du risque d'exigibilité, les provisions constituées au 31 décembre 2002 au titre de la provision pour risque d'exigibilité deviennent sans objet et sont reprises en 2003 par le résultat.
- Si le groupe considère pour la première fois fin 2003 que la provision pour risque d'exigibilité est sans objet dans les comptes consolidés, le changement constitue un changement de méthode comptable qui doit être traité de façon rétrospective. La provision constituée à la fin de l'exercice 2002 doit donc être reprise à l'ouverture de l'exercice 2003 par les capitaux propres.

3

Les établissements bancaires

3/a

Le règlement n° 2003-06 du CRC

Règlement n° 2003-06 du 20 novembre 2003 relatif à l'enregistrement des opérations avec service de règlement/livraison différés portant sur des titres réalisés par les entreprises relevant du Comité de la réglementation bancaire et financière (CRBF)

Le mécanisme de l'ordre stipulé à règlement/livraison différés ayant des conséquences quant aux conditions du transfert de propriété des titres achetés ou vendus sur le marché organisé des actions et sur les engagements de livrer et de recevoir des titres, ce règlement conduit à préciser le mode d'enregistrement comptable des opérations sur titres réalisés au moyen d'ordres stipulés à règlement/livraison différés.

3/b

Les avis du Comité d'urgence

Avis n° 2003-A du 12 février 2003 afférent aux modalités de première application du règlement n° 2002-13 du 12 décembre 2002 du CRC relatif au risque de crédit dans les entreprises relevant du CRBF au regard des crédits restructurés⁷⁵

Ce règlement indique que les encours restructurés à des conditions hors marché sont identifiés au sein de l'encours sain dans une catégorie spécifique jusqu'à leur échéance finale. Tout abandon de principal ou d'intérêt, échu ou couru, est constaté en perte au moment de la restructuration. De même, tout écart d'intérêt futur, par référence aux conditions de marché au jour de la restructuration si ces dernières sont inférieures aux conditions initiales, et par référence aux conditions initiales dans le cas contraire, fait l'objet, pour son montant actualisé, d'une décote au moment de la restructuration.

Le Comité considère que l'application de la disposition relative à la décote des créances restructurées relève d'un changement de réglementation comptable et qu'il convient, en conséquence, d'en calculer l'effet de façon rétrospective.

Avis n° 2003-B du 9 avril 2003 relatif aux modalités de comptabilisation dans les comptes individuels, des cotisations dues par les entreprises relevant du CRBF soumises au système de fonds de garantie de dépôts prévu par la loi n° 99.532 du 25 juin 1999

L'organisation de la garantie des dépôts espèces a été modifiée par la loi n° 99-532 du 25 juin 1999 qui a instauré un système de fonds de garantie unique auquel adhère chaque entreprise relevant du CRBF.

Le Comité d'urgence considère que les cotisations au fonds de garantie des dépôts prévu par cette loi s'inscrivent dans les charges courantes des entreprises relevant du CRBF, à l'exception du versement au fonds effectué au cours de l'exercice 1999 qui correspond au premier abondement du fonds et s'inscrit dans les charges exceptionnelles.

Avis n° 2003-G du 18 décembre 2003 sur les modalités de passage des encours douteux en encours douteux compromis figurant dans le règlement n° 2002-03 du 12 décembre 2002 du CRC relatif au risque de crédit dans les entreprises relevant du CRBF

L'article 9 du règlement précise que « *lorsque les conditions de solvabilité d'une contrepartie sont telles qu'après une durée raisonnable de classement dans les encours douteux, aucun reclassement en encours sain n'est prévisible, les encours concernés sont spécifiquement identifiés au sein des encours douteux comme encours douteux compromis, soit par enregistrement comptable au sein de comptes créés à cet effet, soit au moyen d'attributs. (...) En tout état de cause, l'identification en encours douteux compromis intervient au plus tard un an après la classification en encours douteux.* »

Le Comité d'urgence considère que, pour déterminer les modalités de déclassement des encours douteux vers les encours douteux compromis, il faut privilégier une approche consistant à retenir comme encours douteux compromis ceux des encours douteux ayant un caractère irrécouvrable nécessitant la détermination d'une provision et ceux pour lesquels un passage en perte à terme est envisageable.

Le Comité précise que la locution « *en tout état de cause* » est destinée à inviter les entreprises à passer en revue chacune des créances d'une contrepartie à l'issue d'une période d'un an maximum, et régulièrement ensuite, afin de décider, créance par créance, d'un déclassement éventuel.

Au plan général, le Comité considère que les encours douteux compromis correspondent à des encours dont les perspectives de recouvrement sont fortement dégradées et que le passage en encours douteux compromis n'a pas pour objet de déclasser les encours douteux pour lesquels les clauses contractuelles sont respectées ou ceux assortis de garanties permettant leur recouvrement.

75

Voir également ci-après le communiqué du CNC du 21 novembre 2003.

3/c

Le Communiqué du CNC du 21 novembre 2003⁷⁶

Certains établissements de crédit rencontrant des difficultés pratiques dans l'application du règlement CRC 2002-03 sur la question de la comptabilisation des crédits restructurés à des conditions hors marché, le CNC a publié un communiqué en date du 21 novembre 2003 afin d'arrêter des mesures transitoires.

Le Conseil national de la comptabilité considère que, pour les besoins de l'arrêté des comptes de l'exercice 2003, et jusqu'à ce que le Comité d'urgence émette un avis sur le sujet⁷⁷, l'application des règles suivantes est appropriée :

- la provision globale incluse dans certains cas dans les provisions figurant au passif et généralement calculée sur une base statistique pour couvrir le risque de crédit attaché à l'ensemble des encours individuels restructurés devra être éventuellement reclassée en déduction de l'actif ;
- la société devra donner des informations dans l'annexe de ses comptes individuels et consolidés sur le quantum et les modalités de provisionnement retenues, éléments soumis aux diligences habituelles du commissaire aux comptes qui vérifiera en particulier que la provision ainsi inscrite à l'actif est une estimation raisonnable de la décote qui résulterait de l'application de l'article 6 du règlement.

En cas d'insuffisance de provision, le montant à constituer en complément de la provision globale éventuellement existante relèvera des règles habituelles applicables aux changements d'estimation ou de méthode, selon les cas.

4 Sociétés d'investissements immobiliers cotées

Avis n° 2003-C du 11 juin 2003 du Comité d'urgence relatif aux conséquences comptables résultant de l'application du nouveau régime fiscal introduit par l'article 11 de la loi de finances pour 2003, dans les comptes individuels et consolidés des sociétés d'investissements immobiliers cotées (SIIC)

Le nouveau régime fiscal permet aux SIIC de bénéficier sur option d'un régime d'exonération d'impôt sur les sociétés à hauteur des bénéfices provenant de la location, s'ils sont distribués pour au moins 85 % de leur montant, et des bénéfices retirés de la cession s'ils sont distribués pour au moins 50 % de leur montant. En contrepartie de ce passage au régime de transparence fiscale, les sociétés font l'objet d'une taxation immédiate des plus-values latentes à un taux de 16,5 % dont le paiement est étalé sur quatre ans. Cette imposition libératoire est définitive. Le traitement comptable y afférent dépend de l'existence ou non d'une réévaluation comptable des immobilisations corporelles et financières.

Lorsque les SIIC procèdent à la réévaluation comptable des immobilisations corporelles et financières dans les comptes individuels, le Comité d'urgence considère que l'écart de réévaluation correspondant aux actifs éligibles au nouveau régime fiscal, et pour lesquels un impôt est acquitté, est

comptabilisé net d'impôt libératoire dès l'ouverture de l'exercice, au titre duquel l'option est exercée. Il en va de même dans les comptes consolidés. En outre, le Comité d'urgence considère qu'aucun actif d'impôt différé au titre des actifs éligibles relevant du nouveau régime n'est à comptabiliser dans les comptes consolidés. Le texte précise également que les SIIC disposent d'un délai expirant à la clôture du premier exercice qui suit celui de l'option, pour corriger à la baisse la réévaluation initiale des actifs éligibles.

Le Comité d'urgence considère que les SIIC qui ne procèdent pas, lors de l'exercice de l'option pour le nouveau régime fiscal, à la réévaluation comptable des immobilisations corporelles et financières dans les comptes individuels, comptabilisent l'impôt libératoire en charges de l'exercice. Le traitement est identique en comptes consolidés.

B

L'application de la réglementation comptable et financière

Dans ses revues mensuelles de janvier 2003 à mars 2004, la Commission des opérations de bourse puis l'Autorité des marchés financiers ont souhaité attirer l'attention des émetteurs sur un certain nombre de sujets pour l'arrêté des comptes 2003 :

- Afin de préparer dans les meilleures conditions possibles le passage aux normes IAS/IFRS, la COB a rappelé dans quelles conditions des changements de méthodes comptables pouvaient intervenir dans le cadre des règles françaises⁷⁸.

En outre, afin d'alerter au plus tôt les émetteurs de probables exigences futures en matière d'information à fournir concernant la transition aux normes IAS/IFRS, la COB a présenté les principales dispositions du projet de recommandations du CESR à ce sujet⁷⁹.

Puis, une fois qu'elles ont été finalisées par les régulateurs européens, l'AMF a fait sienne ces recommandations en les publiant également sous la forme d'une recommandation⁸⁰.

- Des précisions ont été apportées sur les critères de classement dans les comptes consolidés des instruments financiers hybrides émis⁸¹.
- Les conséquences des modifications apportées par la loi de sécurité financière sur la notion de contrôle et donc de consolidation des entités contrôlées mais en l'absence de lien en capital ont été précisées⁸².
- Les émetteurs ont été encouragés à appliquer la recommandation n° 2003-R.01 du CNC relative aux règles de comptabilisation et d'évaluation des engagements de retraite et avantages similaires⁸³. Revenant sur cette question importante, l'AMF a publié une étude relative à l'information fournie par les sociétés du CAC40 sur les engagements de retraite et assimilés qui avait conduit à cette prise de position⁸⁴.
- L'AMF a recommandé aux sociétés faisant appel public à l'épargne l'application de la recommandation

76 Voir *infra* l'avis n°2003-A du 12 février 2003 afférent aux modalités de première application du règlement n°2002-13 du 12 décembre 2002 du CRC relatif au risque de crédit dans les entreprises relevant du CRBF au regard des crédits restructurés.

77 À la date de publication du présent rapport, cet avis n'a pas été émis.

78 Bulletin mensuel COB n° 383 d'octobre 2003, pages 178 et 179.

79 Bulletin mensuel COB n° 383 d'octobre 2003, pages 179 à 181.

80 Revue mensuelle de l'AMF n° 1, mars 2004, pages 27 à 33. Voir également *infra* - Chapitre II - pages 46 et suivantes.

81 Bulletin mensuel COB n° 380, juin 2003, pages 27 et 28.

82 Bulletin mensuel COB n° 383 d'octobre 2003, pages 181 à 183.

83 Bulletin mensuel COB n° 383 d'octobre 2003, pages 183 à 189.

84 Revue mensuelle de l'AMF n° 1, mars 2004, pages 43 à 56.

n° 2003-R.02 du CNC du 21 octobre 2003 relative à la prise en considération des aspects environnementaux dans les comptes individuels et consolidés⁸⁵.

C

Le contrôle de la fiabilité des comptes

L'année 2003 a marqué une évolution considérable dans le paysage français du contrôle légal des comptes sous l'impulsion de la loi de sécurité financière.

1

Les nouvelles relations institutionnelles instaurées par la loi de sécurité financière

La faillite frauduleuse d'Enron, la disparition consécutive d'Andersen et la série de scandales qui ont affecté les marchés ont contraint les pays à repenser collectivement les modes de fonctionnement, voire le modèle de régulation de l'information financière. La réponse des législateurs, normalisateurs et régulateurs financiers de la plupart des grands marchés, a été radicale.

En France, pour les commissaires aux comptes, cette réponse a notamment mis un terme au principe exclusif de l'autorégulation. L'intervention de la puissance publique figure désormais parmi les principes fondateurs de la régulation de l'audit, aux États-Unis bien sûr, mais aussi dans les normes de l'OICV*, dans celles de l'IFAC** et, bientôt, dans celles de l'Union Européenne⁸⁶.

1/a

La création du Haut conseil du commissariat aux comptes

Son rôle

Créé par la loi de sécurité financière et institué auprès du Garde des sceaux, le Haut conseil du commissariat aux comptes est la nouvelle autorité publique de contrôle de la profession de commissaire aux comptes. Il assure la surveillance de la profession avec le concours de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC).

À cette fin, le législateur l'a investi de deux missions essentielles : assurer la surveillance de la profession et veiller au respect de la déontologie et notamment de l'indépendance des commissaires aux comptes.

Pour l'accomplissement de ces missions, le Haut conseil est chargé :

- d'organiser les contrôles de l'activité des professionnels ;
- d'émettre un avis sur le code de déontologie de la profession⁸⁷ ;
- d'émettre un avis sur les normes d'exercice professionnel (normes d'audit) ;
- d'identifier et de promouvoir les bonnes pratiques professionnelles⁸⁸ ;
- de définir et de superviser les orientations et le cadre des contrôles périodiques⁸⁹.

Il est également investi de compétences disciplinaires en qualité d'organe d'appel des décisions des chambres régionales en matière disciplinaire et en matière d'inscription.

L'organisation et le fonctionnement du Haut conseil ont été précisés par le décret n° 2003-1121 du 25 novembre 2003 portant modification du décret n° 69-810 du 12 août 1969 relatif à l'organisation de la profession et au statut professionnel des commissaires aux comptes de sociétés et relatif au Haut conseil du commissariat aux comptes.

Sa composition

Le Haut conseil du commissariat aux comptes est composé de 12 membres :

- trois magistrats, issus respectivement de la Cour de cassation, de la Cour des comptes et de l'ordre judiciaire, le président étant le conseiller à la Cour de cassation ;
- le président de l'Autorité des marchés financiers ou son représentant, un représentant du ministre de l'Économie, un professeur des universités spécialisé en matière juridique, économique ou financière ;
- trois personnalités qualifiées dans les matières économique et financière : deux ayant compétence en matière d'appel public à l'épargne, une ayant compétence dans le domaine des petites et moyennes entreprises ou en matière d'associations ;
- trois commissaires aux comptes, dont deux ayant une expérience du contrôle des comptes des personnes faisant appel public à l'épargne ou à la générosité publique.

Un commissaire du gouvernement désigné par le Garde des sceaux siège auprès du Haut conseil avec voix consultative.

1/b

Les relations entre l'AMF et les commissaires aux comptes

Concernant les relations directes entre l'Autorité des marchés financiers et les commissaires aux comptes des sociétés faisant appel public à l'épargne, la loi de sécurité financière s'est appuyée largement sur les dispositifs antérieurement en vigueur, dans le sens de la confirmation des règles et pratiques existantes et de leur amplification.

En particulier, l'article 113 de la loi institue une section relative aux « Relations avec les commissaires aux comptes » dans la partie du code monétaire et financier dédiée à l'AMF. Cette section structure les droits et devoirs du commissaire aux comptes en matière de communication avec l'AMF tout au long de son mandat. On peut citer notamment :

- le devoir d'information de l'AMF lors du projet de nomination du commissaire aux comptes et le pouvoir donné à l'AMF de faire connaître aux actionnaires ses réserves éventuelles ;
- le devoir d'information de l'AMF lorsqu'un refus de certifier est envisagé, que la phase II de la procédure d'alerte est enclenchée ou que des irrégularités ou inexactitudes doivent être rapportées à l'assemblée générale ;

* OICV : Organisation Internationale des Commissions de Valeurs

** IFAC : International Federation of Accountants

⁸⁵ Revue mensuelle de l'AMF n° 1, mars 2004, pages 35 à 37.

⁸⁶ Voir *infra* - Chapitre II pages 50 et suivantes.

⁸⁷ Jusqu'alors, ce rôle était assuré essentiellement par le Comité de déontologie de l'indépendance (CDI), voir ci-après le paragraphe relatif aux avis rendus par celui-ci en 2003.

⁸⁸ Voir ci-après le paragraphe relatif aux avis publiés en la matière par le Haut conseil.

⁸⁹ Jusqu'alors, ce rôle était assuré essentiellement par la CNCC, voir ci-après le paragraphe relatif au contrôle CENA.

- le droit donné au commissaire aux comptes d'interroger l'AMF sur toute question susceptible d'avoir un effet sur l'information financière de la personne contrôlée.

Ces dispositions devraient permettre de fiabiliser plus encore l'information financière en ce qu'elles donnent à l'AMF les moyens d'intervenir très tôt lorsque surviennent des difficultés d'application des normes comptables ou des problèmes de continuité de l'exploitation. Elles clarifient également la situation des commissaires aux comptes en transformant certaines pratiques parfois mal perçues par les dirigeants de sociétés, en obligations professionnelles incontestables et dûment protégées.

2

Les avis rendus par le Haut conseil du commissariat aux comptes

La loi de sécurité financière a sensiblement modifié les obligations des commissaires aux comptes en matière de rapport à l'assemblée générale ordinaire, celles-ci étant principalement énoncées à l'article L. 225-235 modifié du code de commerce. Les modifications apportées à cet article concernent deux aspects bien distincts de la mission du commissaire aux comptes :

- d'une part, en matière de certification des comptes annuels et consolidés, qui constitue la mission première du commissaire aux comptes, il a été ajouté, aux 1^{er} et 2^e alinéas, que « *Justifiant de leurs appréciations, les commissaires aux comptes certifient que les comptes annuels / consolidés sont réguliers et sincères et donnent une image fidèle [...]* »,
- d'autre part, il a été inséré un nouvel alinéa imposant au commissaire aux comptes de présenter, dans un rapport joint au rapport « *de contrôle interne* », dans lequel le président de la société anonyme « *rend compte [...] des procédures de contrôle interne de la société*⁹⁰ [...] », ses observations sur le rapport du président pour « *celles des procédures de contrôle interne qui sont relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière* ».

La CNCC a préparé et finalisé à cet égard deux avis techniques applicables dans le cadre des diligences relatives aux comptes de l'exercice 2003.

Dans le corpus des textes régissant la pratique professionnelle des commissaires aux comptes, de tels avis n'ont pas la valeur normative des normes d'exercice professionnel définies par la loi de sécurité financière :

- ils sont adoptés par le seul bureau du Conseil national de la CNCC, alors que les normes doivent être adoptées par le Conseil national lui-même ;
- ils ne sont pas destinés à suivre le processus d'approbation par arrêté du garde des sceaux des normes d'exercice professionnel prévu par la loi de sécurité financière.

Ces avis ont un caractère transitoire, le dispositif devant être réévalué tant par la CNCC que par les autres parties prenantes (Haut conseil du commissariat aux comptes, AMF, entreprises) dans le courant de l'année 2004.

Par courrier du 11 février 2004, le Garde des sceaux a saisi le Haut conseil du commissariat aux comptes afin que celui-ci donne son avis sur ces avis techniques au titre des bonnes pratiques professionnelles que ce dernier a la charge d'identifier et de promouvoir en application de l'article L. 821-1 du code de commerce⁹¹. Le Haut conseil s'est prononcé le 4 mars 2004⁹².

2/a

Avis relatif à la justification de leurs appréciations par les commissaires aux comptes (CAC)

L'avis technique de la CNCC portant sur la première mise en application des dispositions de l'article L. 225-235 1^{er} et 2^e alinéas du code de commerce faisant obligation aux CAC de justifier leurs appréciations

L'avis indique que « *la loi n'entend pas imposer un formalisme supplémentaire dans la rédaction du rapport des commissaires aux comptes, mais requiert de leur part qu'ils explicitent dans leur rapport leurs conclusions, en faisant état de leur jugement sur les options significatives de politiques comptables traduites dans les comptes, lorsque des décisions importantes ont été prises au cours de l'exercice* ».

Cette interprétation du texte a été faite au vu des travaux parlementaires. Elle conduit à laisser ouverte la rédaction des rapports d'audit afin de permettre aux auditeurs d'enrichir ceux-ci de commentaires complémentaires relatifs à des points significatifs de l'arrêté des comptes.

L'avis définit la notion d'« *appréciations* » en se référant aux trois grands domaines d'intervention du commissaire aux comptes dans le cadre d'un audit, expressément cités dans le paragraphe du rapport d'audit décrivant les diligences du commissaire aux comptes :

- appréciation des principes comptables suivis ;
- appréciation des estimations significatives retenues ;
- appréciation de la présentation d'ensemble des comptes.

L'avis insiste en outre sur le fait que le commissaire aux comptes ne doit pas être dispensateur d'information financière, ce qui doit conduire la société à décrire de façon détaillée en annexe le sujet faisant l'objet d'une justification dans le rapport d'audit.

Au cours des travaux de préparation de cet avis, la question du quantum des justifications que le commissaire aux comptes doit faire figurer dans son rapport a fait l'objet de débats entre les tenants d'une synthétisation maximale et ceux d'un exposé très complet des appréciations. Un équilibre a été trouvé dans l'avis qui précise qu'il convient d'assurer une certaine cohérence entre le contenu des communications que le commissaire aux comptes a pu être conduit à faire, au cours de sa mission, aux personnes constituant le gouvernement d'entreprise et le contenu des justifications qui seront faites dans le rapport, dans le respect du secret des affaires auquel reste tenu le commissaire aux comptes. Cette formulation permet notamment d'encourager la communication au public, sous une forme synthétique, des principaux points discutés entre le comité d'audit

⁹⁰
Voir la communication de l'AMF du 23 janvier 2004 relative au gouvernement d'entreprise et au contrôle interne (Revue mensuelle de l'AMF de mars 2004, n°1, p 39).

⁹¹
Voir *supra* le paragraphe relatif au rôle du Haut Conseil.

⁹²
Les avis sont disponibles sur le site du Haut conseil : <http://www.justice.gouv.fr/h3/c/accueil.htm>

et les commissaires aux comptes lors de l'arrêté des comptes. Un garde-fou est toutefois institué par le rappel du secret des affaires.

On peut enfin noter que l'avis de la CNCC s'attache à préserver la compatibilité du rapport d'audit avec les normes internationales d'audit puisque les justifications devront être placées après la formule de certification⁹³.

Avis rendu par le Haut conseil du commissariat aux comptes

Dans son avis du 4 mars 2004, le Haut conseil a notamment précisé que la justification des appréciations doit répondre aux trois impératifs suivants :

- parmi l'ensemble des appréciations qu'il effectue dans le cadre de la démarche d'audit, le commissaire aux comptes doit retenir ce qui lui est apparu comme important ;
- cette expression du commissaire aux comptes doit être concise et avoir, dans l'hypothèse d'une certification sans réserve, un caractère positif et cohérent avec l'opinion ;
- elle ne doit pas être une réserve déguisée.

2/b

Avis technique relatif aux procédures de contrôle interne

Avis technique de la CNCC portant sur le premier exercice d'application des dispositions du dernier alinéa de l'article L. 225-235 du code de commerce

Cet avis a été élaboré simultanément à la communication de l'AMF du 29 janvier 2004 et, de ce fait, n'appelle pas de commentaire particulier. On relève toutefois qu'il reconnaît la possibilité, du moins pour l'exercice 2003, d'une interprétation duale du texte de loi, conduisant le président de la société à formuler ou non une appréciation sur l'adéquation des procédures de contrôle interne, leur correcte application et leur efficacité.

Dans le cas où le rapport du président ne présenterait pas une telle appréciation, le commissaire aux comptes s'assure que le rapport fait état des défaillances ou insuffisances graves du contrôle interne identifiées dans le cadre de ses travaux et des déficiences qu'il aurait été conduit à communiquer dans le cadre de sa mission. Cette disposition est en cohérence avec le dispositif arrêté par l'AMF.

Avis rendu par le Haut conseil du commissariat aux comptes

Dans son avis du 4 mars 2004, le Haut conseil précise que le commissaire aux comptes doit établir un rapport quel que soit le contenu du rapport du président. Le commissaire aux comptes doit mettre en œuvre les diligences lui permettant de s'assurer que les informations contenues dans le rapport du président sur les procédures de contrôle interne sont présentées de manière sincère.

Lorsqu'à l'issue de ses constatations, le commissaire aux comptes relève des informations dans le rapport du président qui ne sont pas corroborées par ses propres constatations, il doit formuler dans son rapport les observations qu'il estime nécessaires.

Enfin, en l'absence de rapport du président, l'avis indique que le commissaire aux comptes doit établir un rapport mentionnant cette carence.

3

Communiqué de l'AMF pour l'audit des comptes 2003

À la suite de la défaillance de plusieurs sociétés européennes ainsi que des critiques formulées sur la fiabilité de l'audit de leurs comptes, l'AMF a rappelé, le 21 janvier 2004, aux commissaires aux comptes intervenant auprès de sociétés faisant appel public à l'épargne, que les audits des comptes 2003 doivent prendre en considération les points suivants⁹⁴ :

- l'obtention de confirmations externes des soldes et transactions figurant dans les bilans et comptes de résultats consolidés reste un moyen fondamental pour obtenir les éléments probants donnant l'assurance de l'existence et de l'identité de la contrepartie et de l'exactitude des montants comptabilisés ou figurant en hors bilan. La préparation des demandes et le suivi des confirmations doivent rester sous l'entière responsabilité et le contrôle du commissaire aux comptes ;
- la présence dans le périmètre de consolidation ou en-dehors de celui-ci de filiales ou d'entités situées dans des « paradis fiscaux » devrait conduire à la mise en œuvre de vérifications directes appropriées dès lors que leur impact peut être significatif ;
- dans l'organisation de l'audit des comptes consolidés des groupes, lorsque les auditeurs de ces comptes ne sont pas eux-mêmes les auditeurs de certaines filiales d'importance significative, il appartient aux auditeurs de la société consolidante de procéder eux-mêmes à un examen des travaux des professionnels chargés du contrôle des comptes de ces entités et d'apprécier dans quelle mesure il est nécessaire de procéder à des investigations directes auprès de ces mêmes entités.

4

Les avis rendus par le Comité de déontologie de l'indépendance

Le Comité de déontologie de l'indépendance des commissaires aux comptes des sociétés faisant appel public à l'épargne (CDI) a rendu divers avis et recommandations publiés dans les Bulletins mensuels de la COB en 2003. Ces travaux relèvent désormais, depuis sa création, du champ d'intervention du Haut conseil au commissariat aux comptes⁹⁵.

- Séance du 19 décembre 2002⁹⁶ :
 - . prestations d'assistance juridique dans le cadre d'opérations de cession, fusion absorption (2002/12/19-1A) ;
 - . assistance à la mise en place d'un système informatique de gestion intégrée (2002/12/19-2A) ;
 - . assistance à la cession d'une division opérationnelle (2002/12/19-3A) ;
 - . assistance à la mise en place d'un outil de « lettrage » des comptes (2002/12/19-4A) ;

⁹³ En effet, les normes internationales prévoient que les commentaires (*emphasis of matter*) n'affectant pas l'opinion doivent être placés après celle-ci.

⁹⁴ Revue mensuelle de l'AMF n° 1, mars 2004, pages 73 à 74.

⁹⁵ Voir *supra* le paragraphe relatif au rôle du Haut Conseil.

⁹⁶ Bulletin mensuel COB n° 379, mai 2003, pages 100 à 140.

- . contrôle des comptes de trésorerie, et remise à niveau des procédures (2002/12/19-5A) ;
- . assistance à la création d'une entité opérationnelle (2002/12/19-6A) ;
- . organisation comptable d'un secteur (2002/12/19-7A) ;
- . prestations fiscales (2002/12/19-8A) ;
- . assistance à la cession d'une branche d'activité (2002/12/19-9A) ;
- . modalités d'exercice du co-commissariat aux comptes (2002/12/19-10A) ;
- . élaboration d'un manuel de procédures administratives et financières (2002/12/19-11A).
- Séance du 16 janvier 2003⁹⁷ :
 - . mission d'assistance fiscale et douanière (2003/01/16-1A) ;
 - . mission d'investigation dans le cadre du refinancement du groupe (2003/01/16-2A) ;
 - . assistance en matière juridique et fiscale (2003/01/16-3A) ;
 - . étude préalable d'un plan directeur des systèmes d'information par l'entité Conseil du réseau du commissaire aux comptes (2003/01/16-4A) ;
 - . mise en forme du document E par l'entité juridique du réseau du commissaire aux comptes (2003/01/16-5A).
- Séance du 14 février 2003⁹⁸ :
 - . mission d'assistance à la mise en place d'un projet de commerce électronique (2003/02/14-1A) ;
 - . indépendance des commissaires aux comptes et existence de liens financiers excessifs (2003/02/14 1A).
- Séance du 19 mars 2003⁹⁹ :
 - . missions d'investigation sur les comptes historiques et d'examen de données prévisionnelles (« business plan ») précédant la nomination aux fonctions de commissaire aux comptes (2003/03/19-1A).
- Séance du 22 mai 2003¹⁰⁰ :
 - . succession de missions réalisées par le cabinet du commissaire aux comptes ou une entité de son réseau et de nomination aux fonctions de commissaire aux comptes (2003/05/22-1).
- Séance du 16 octobre 2003¹⁰¹ :
 - . délégation des travaux de contrôle d'un commissaire aux comptes (2003/10/16-1 A) ;
 - . mission d'assistance à l'élaboration des situations trimestrielles consolidées d'une société APE (2003/10/16-2 A) ;
 - . assistance au cadrage d'un programme informatique (2003/10/16-3 A) ;
 - . système informatique de gestion : assistance à la maîtrise d'ouvrage dans la modélisation d'un système d'information et aux choix des logiciels (2003/10/16-4 A) ;
 - . assistance à l'organisation d'une data room (2003/10/16-5 A) ;

- . réalisation de prestations juridiques par une entité du réseau du commissaire aux comptes. Assistance significative à la rédaction de contrats commerciaux (2003/10/16-6 A) ;
- . assistance au calcul de la provision pour indemnités de départ en retraite¹⁰² (2003/10/16-7 A) ;
- . relation d'affaires significative entre une société filiale d'une société vérifiée et une entité du réseau du commissaire aux comptes (2003/10/16-8 A) ;
- . co-commissariat déséquilibré (2003/10/16-9 A) ;
- . prestations juridique et fiscale et participation à la mise en place d'un ERP - Réalisation de prestations significatives n'entrant pas dans le champ de la mission du commissaire aux comptes (2003/10/16-10 A).
- Séance du 6 novembre 2003 :
 - . respect des règles d'indépendance des commissaires aux comptes des établissements de crédit - Financements accordés par une banque à une société de conseil appartenant au réseau du commissaire aux comptes de la banque (2003/11/06-1 A).

5

La publicité des honoraires versés aux commissaires aux comptes et aux membres de leurs réseaux

La Commission des opérations de bourse avait adopté en 2002 un règlement n° 2002-06 relatif à la publicité des honoraires versés aux commissaires aux comptes et aux membres de leurs réseaux par les sociétés faisant appel public à l'épargne¹⁰³. L'objectif de ce règlement est de mettre en évidence l'indépendance des professionnels chargés du contrôle légal des comptes dans l'intérêt des émetteurs et du marché. Ce règlement, qui complète les règlements n° 98-01 (Premier et Second marchés), n° 98-08 (appel public à l'épargne) et n° 95-01 (Nouveau marché), a fait l'objet de commentaires supplémentaires publiés dans le Bulletin mensuel de la COB¹⁰⁴.

La loi de sécurité financière a conforté le principe d'indépendance en introduisant des dispositions pour restreindre strictement les prestations fournies par des professionnels du réseau auquel appartient le commissaire aux comptes d'une société faisant appel public à l'épargne dont il certifie les comptes. La spécialité de la mission de commissaire aux comptes, déjà prévue par la loi de 1966 sur les sociétés commerciales, est ainsi renforcée dans son principe tout en laissant le soin au Haut Conseil de définir les limites précises des prestations directement liées à la mission légale.

Les prestations des autres entités membres des réseaux font désormais l'objet d'un double régime :

- interdiction de fournir des prestations à l'entité contrôlée, liberté encadrée en ce qui concerne les prestations fournies aux filiales dès lors que sont respectées les interdictions déjà existantes en matière de préparation de l'information, d'intervention dans les processus de gestion ou les contentieux ;

⁹⁷ Bulletin mensuel COB n° 379, mai 2003, pages 141 à 157.

⁹⁸ Bulletin mensuel COB n° 379, mai 2003, pages 159 à 165 et Bulletin mensuel COB n° 380, juin 2003, pages 72 à 74.

⁹⁹ Bulletin mensuel COB n° 380, juin 2003, pages 75 à 79.

¹⁰⁰ Bulletin mensuel COB n° 380, juin 2003, pages 81 à 85.

¹⁰¹ Bulletin mensuel COB n° 383 d'octobre 2003, pages 243 à 280.

¹⁰² Bulletin mensuel COB n° 383 d'octobre 2003, pages 281 à 283.

¹⁰³ Bulletin mensuel COB n° 375, janvier 2003, pages 5 à 16.

¹⁰⁴ Bulletin mensuel COB n° 376, février 2003, pages 3 à 8.

- et, plus généralement, interdiction de fournir tout service comportant des risques significatifs pour l'entité contrôlée.

6 La rotation des associés signataires des mandats de commissariat aux comptes

Après avoir fait savoir en septembre 2002 qu'elle allait s'assurer qu'une rotation effective des associés signataires était mise en œuvre dans le respect d'une périodicité maximale de sept ans, la Commission des opérations de bourse a précisé en mai 2003 les mandats concernés par la rotation, les associés visés par cet exercice, l'échéance de la première application ou le décompte de la période de sept ans.

La loi de sécurité financière a repris également ce principe de la rotation des associés signataires mais en fixant un délai pour celle-ci de six ans au lieu de sept. Les dispositions relatives à la rotation sont applicables dans le délai de 3 ans à compter de la promulgation de la loi, à savoir le 1^{er} août 2006.

Ce délai implique en pratique que, pour les renouvellements de mandats intervenus depuis la publication de la loi de sécurité financière, les signataires auront un délai supplémentaire pour organiser la rotation, celle-ci devant néanmoins être effective au plus tard en août 2009.

Par exemple, si un signataire est renouvelé courant 2004, il pourra signer les comptes au titre des exercices 2004 à août 2009. Si ce renouvellement intervient en 2005, seuls les comptes 2005 à août 2009 pourront être signés.

7 Le XVIII^e Rapport annuel du Comité d'examen national d'activité

Le XVIII^e rapport annuel du Comité d'examen national d'activité des commissaires aux comptes (CENA) a été présenté le 6 novembre 2003 par Michel Tudel, président de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes à Gérard Rameix, directeur général de la Commission des opérations de bourse.

Le Comité rappelle dans son rapport que les contrôleurs légaux des comptes apportent une contribution indispensable au bon fonctionnement du marché en assurant la crédibilité des documents financiers des sociétés et représentent une protection pour les actionnaires, les créanciers et les autres parties intéressées. Le législateur français a conforté cette mission en légalisant le contrôle de qualité dans le cadre de la loi de sécurité financière.

Ce rapport présente les résultats des contrôles de qualité effectués en 2002/2003 sur les diligences des commissaires aux comptes¹⁰⁵. La campagne 2002/2003 a concerné 187 sociétés ou organismes soumis au contrôle de la COB, dont 49 sociétés inscrites au Premier marché, 45 au Second marché, 50 au Nouveau marché, 36 OPCVM, 6 opérations d'apport-fusion.

Les contrôleurs légaux de ces sociétés sont des cabinets de taille et de structure différentes. Pour la campagne 2002/2003, les contrôles d'activité ont

concerné 143 cabinets. L'analyse des cabinets concernés par le contrôle des 151 sociétés sélectionnées inscrites au Premier, Second et Nouveau marchés, montre que ces dossiers sont traités par des cabinets détenant un nombre important de mandats de sociétés cotées, membres de réseaux, à hauteur de 21 %, par des cabinets détenant un nombre plus limité de mandats de sociétés cotées, non membres de réseaux, pour 27 %, et conjointement par ces deux types de cabinets pour 52 % des dossiers.

L'examen de ces dossiers, au regard du respect des principes comptables et des normes de la profession, supports des opinions émises par les commissaires aux comptes, a mis en lumière le maintien à un niveau élevé de la qualité des diligences accomplies par les commissaires aux comptes : 90 % des dossiers examinés ont été jugés satisfaisants par le CENA.

Lorsqu'il estime que les diligences développées par les commissaires aux comptes contrôlés ne donnent pas pleine satisfaction, le CENA peut décider de soumettre le dossier à un nouvel examen total ou partiel dans les deux ans, voire l'année suivante si les commissaires aux comptes ont la possibilité matérielle de mettre en application les recommandations qui leur sont faites. Cette année, cette décision a été prise dans 10 % des cas, 14 % pour les dossiers d'OPCVM.

Le respect des règles d'indépendance par les commissaires aux comptes est une des préoccupations importantes de l'examen national d'activité. C'est pourquoi, son contrôle a été étendu depuis 1998 à l'examen des prestations autres que l'audit et sera sans doute encore renforcé dans l'avenir. Ainsi, l'examen des prestations autres que l'audit permet de constater que de telles prestations ont été déclarées dans 51 % des dossiers de la campagne. Dans 88 % des cas, il a été conclu que les prestations réalisées n'appelaient pas de remarque particulière quant à leur compatibilité avec la mission légale. Quelques recommandations ont par ailleurs été formulées sur la nécessité de formaliser le recensement des prestations du réseau et sur la matérialisation de la compatibilité des prestations autres que l'audit avec la mission de commissariat aux comptes.

¹⁰⁵ Cette prérogative entre désormais dans le champ d'intervention du Haut conseil, voir *supra*, le paragraphe relatif à son rôle.

4

CHAPITRE 4 LES PRESTATAIRES DE SERVICES D'INVESTISSEMENT ET LA GESTION DE L'ÉPARGNE

- p. 103 1
Les prestataires de services d'investissement
- p. 117 2
Les OPCVM généraux
- p. 122 3
L'évolution du cadre applicable
aux OPCVM généraux
- p. 127 4
L'épargne salariale
- p. 129 5
Le capital investissement
- p. 132 6
Les sociétés civiles de placement immobilier
- p. 134 7
Les autres véhicules

LES DÉCISIONS					
	1999	2000	2001	2002	2003
GESTION DE VALEURS MOBILIÈRES					
AGRÉMENTS DE SOCIÉTÉ DE GESTION DONT :	42	62	59	36	33
Sociétés de gestion de portefeuille	37	58	56	33	30
Sociétés de gestion d'OPCVM	5	4	3	3	3
OPCVM AGRÉÉS DONT :	1 073	1 267	1 354	1 204	1 033
SICAV	57	112	44	27	28
FCP à vocation générale	732	843	967	826	697
FCPR	55	54	35	37	34
FCPE	222	255	303	312	272
FCIMT	7	3	5	2	2
OPCVM À PROCÉDURE ALLÉGÉE DÉCLARÉS	257	261	213	189	177
NOMBRE D'AGRÉMENTS DE TRANSFORMATION D'OPCVM	2 422	2 104	1 797	2 586	3 792
NOMBRE D'AUTORISATIONS POUR LES OPCVM EUROPÉENS*	524	609	503**	461	402
AUTRES OUTILS DE GESTION					
NOMBRE DE VISAS DE FCC & COMPARTIMENTS	7	4	8	7	6
NOMBRE DE VISAS DE SCPI DONT :	8	14	12	10	45
Ouvertures au public	2	2	1	1	2
Augmentations de capital	-	4	-	0	0
Changements de prix, mises à jour de notes d'information	6	8	11	9	43
NOMBRE DE VISAS DE SOFICA DONT :	9	8	9	6	10
Constitutions	7	5	6	4	10
Augmentations de capital	2	3	3	2	0
NOMBRE DE VISAS DE SOFIPÊCHE DONT :	-	8	7	4	4
Constitutions	-	7	7	4	4
Augmentations de capital	-	1	-	0	0
AUTRES PRESTATAIRES DE SERVICES D'INVESTISSEMENT					
APPROBATION DE PROGRAMME D'ACTIVITÉ DONT :	39	48	43	28	26
Extension de programme d'activité	10	15	14	13	7
REFUS D'APPROBATION DE PROGRAMME D'ACTIVITÉ DONT :	2	1	1	1	1
Refus d'extension de programme d'activité	0	0	0	1	0
HABILITATION À LA TENUE DE COMPTE-CONSERVATION	490	14	14	14	18
USAGE DU PASSEPORT EUROPÉEN DANS UN AUTRE ÉTAT DE L'ESPACE ÉCONOMIQUE EUROPÉEN					
Libre établissement	8	13	12	8	5
Libre prestation de services	165	180	125	73	8
USAGE DU PASSEPORT EUROPÉEN EN FRANCE					
Libre établissement	10	15	13	12	5
Libre prestation de services	136	134	187	140	89

*
ou compartiments

**
chiffres modifiés

Source : AMF

1

LES PRESTATAIRES DE SERVICES D'INVESTISSEMENT

En instaurant une nouvelle répartition des compétences entre le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI) et l'Autorité des marchés financiers, la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 a simplifié la procédure d'agrément des prestataires de services d'investissement.

Pour fournir un service d'investissement¹, les prestataires devaient obtenir un agrément délivré par le CECEI après approbation de leur programme d'activité par le CMF pour chacun des services.

Dans le cas où ce service portait sur la gestion de portefeuille, l'approbation du programme d'activité était délivrée par la COB, après avis du CCGF (Comité consultatif de la gestion financière)².

Lorsque le prestataire exerçait à titre principal le service de gestion de portefeuille, son agrément n'était pas délivré par le CECEI mais par la COB, sous la dénomination de société de gestion, après avis du CCGF.

Désormais, l'Autorité des marchés financiers, reprenant les compétences de la COB, agréée les sociétés de gestion et approuve le programme d'activité des autres prestataires lorsqu'ils exercent le service de gestion.

Les autres services d'investissement, qui relevaient de la compétence du CMF, sont soumis à l'agrément du CECEI après avis de l'AMF.

A

Les sociétés de gestion

Après le pic de 534 sociétés de gestion en activité, atteint au 31 décembre 2002, l'année 2003 se caractérise par une légère diminution du nombre d'entités composant cette population, avec 509 unités au 31 décembre 2003.

Deux mouvements contraires expliquent cette évolution.

D'une part, une forte augmentation du nombre des retraits et des caducités d'agréments due notamment à :

- des rationalisations d'organisation intervenues dans de nombreux groupes financiers et la cessation d'activité de plusieurs entités indépendantes, en raison d'un montant d'actifs gérés insuffisant, voire du non-usage de l'agrément après plus d'un an d'existence ;
- la séparation des activités de gestion d'épargne salariale de celles de tenue de compte-conservation

qui doivent, depuis le 1^{er} janvier 2004, être exercées par une entreprise d'investissement ou un établissement de crédit agréé par le CECEI ;

- la disparition programmée³ des sociétés de gestion d'OPCVM, telle qu'elle résulte de l'application de l'article 68 II de la loi de sécurité financière, pour celles qui n'auraient pas déposé une demande d'agrément auprès du régulateur avant le 31 décembre 2003.

D'autre part, une stabilisation du nombre des créations. Il est à noter par ailleurs, une augmentation des extensions de programmes d'activité qui s'explique notamment par la montée en puissance des activités de gestion alternative directe ou indirecte ou de l'utilisation par les OPCVM de droit français de dérivés complexes, notamment les dérivés de crédit, autorisée par le décret n° 89-623 modifié par le décret n° 2002-1439 du 10 décembre 2002.

1 Les agréments et approbations délivrés en 2003

En 2003, la COB, puis l'AMF, ont délivré un nouvel agrément à 30 sociétés de gestion de portefeuille et à 3 sociétés de gestion d'OPCVM, qui présentaient au total 52 programmes d'activité. Par ailleurs, le régulateur a approuvé 32 programmes d'activité présentés par 26 sociétés déjà agréées, 25 sociétés de gestion de portefeuille et une d'OPCVM.

Les programmes d'activité approuvés se répartissent de la façon suivante :

- 25 en valeurs mobilières – programme limité à la sélection d'OPCVM dans un cas, avec utilisation des instruments financiers à terme pour 18 sociétés, assortie toutefois d'une limite aux opérations de couverture (1) ou de couverture du risque de change (2) ;
- 1 visant à mettre en œuvre des stratégies utilisant les dérogations prévues par l'article 6 du décret n° 89-624 dans sa version antérieure au 22 novembre 2003, applicable aux OPCVM à procédure allégée préexistants ;
- 12 dans le domaine du capital investissement, dont 7 réservés aux investisseurs qualifiés et 1 limité à 1 FCPR existant ;
- 12 en épargne salariale ;
- 17 en dérivés de crédit ;
- 9 en multigestion alternative, concernant des sociétés de gestion nouvellement créées ;
- 8 en gestion alternative directe.

Par rapport à 2002, on constate une stabilité du nombre de dossiers dans le domaine du capital investissement (12 programmes d'activité approuvés contre 13) comme dans la gestion dite classique - valeurs mobilières avec ou sans intervention sur les marchés dérivés (25 programmes d'activité approuvés, contre 24).

L'agrément des sociétés et l'approbation de nouveaux programmes d'activité par la Commission des opérations de bourse ont été délivrés après avis du Comité consultatif de la gestion financière,

¹ Article L. 321-1 du code monétaire et financier.

² Voir *infra*, chapitre IV page 103.

³ Voir *infra*, chapitre IV page 112.

tel que prévu par l'article L. 621-28 du code monétaire et financier. L'abrogation de cet article par la loi de sécurité financière a entraîné la disparition du Comité. Souhaitant toutefois poursuivre dans un cadre spécifique l'examen des questions d'ordre général relatives à la gestion collective et individuelle, l'Autorité des marchés financiers a consacré à cet effet l'une des cinq commissions consultatives qu'elle a constituées en février 2004, comme l'article 3 de la loi de sécurité financière l'y autorise. Cette commission est présidée par Philippe Adhémar, ancien président du Comité consultatif de la gestion financière, Monique Bourven ancien membre de ce même comité, en assumant la vice-présidence.

2

Les programmes d'activité et l'adéquation des moyens des sociétés de gestion

Les sociétés de gestion doivent disposer d'un programme d'activité qui constitue l'un des critères de l'agrément par l'AMF⁴. Ce programme doit être adapté au périmètre d'activité envisagé⁵ et mis à jour régulièrement.

Le programme d'activité a ainsi deux objets pour l'Autorité de régulation :

- il lui permet de contrôler *a priori* le respect des critères d'agrément des prestataires sur une base déclarative, complémentaire des contrôles sur place qu'elle exerce par ailleurs. Dans ce cadre, le programme d'activité permet d'identifier sur une série de points clés la cohérence entre les activités de la société, son organisation et ses moyens afin d'évaluer sa capacité à maîtriser les risques (risque opérationnel, risque de marché, risque réglementaire...) et de ne vérifier qu'*a posteriori* la mise en œuvre effective de ce programme. Cette approche l'amène naturellement à adapter ses diligences au type de gestion envisagée ;
- le programme d'activité constitue un outil d'échange et d'information entre les prestataires et l'AMF, et permet d'éviter notamment que des questions relatives à l'organisation et aux moyens des prestataires ne soient soulevées à l'occasion des procédures d'agrément d'OPCVM, celles-ci devant rester fluides, rapides et concentrées sur les questions relatives à la bonne information de l'investisseur.

3

Le programme d'activité « multigestion alternative » des sociétés de gestion

Au 1^{er} janvier 2004, l'AMF avait validé 12 programmes d'activité relatifs à l'utilisation de fonds alternatifs non reconnus en France, pour les acteurs exerçant nouvellement cette activité.

Pour les autres acteurs, plus anciens, l'AMF a procédé à l'instruction des dossiers d'une cinquantaine de sociétés de gestion, sur la base de la trame de programme d'activité publiée dans le Bulletin mensuel n° 378 d'avril 2003 de la COB.

Les deux points critiques des programmes d'activité concernés sont les suivants :

- la capacité de sélectionner des fonds d'investissement non reconnus en France, alors même que ceux-ci peuvent être constitués dans tous types de pays, y compris hors OCDE, et ne faire l'objet d'aucune supervision publique ou seulement très allégée. Cette capacité doit s'appuyer sur un accès à l'information (bases de données, structures de conseil...), des procédures de sélection et d'évaluation des fonds et de leurs opérateurs (société de gestion, *prime broker*, valorisateur...) et de suivi continu des fonds détenus en portefeuille ;
- la capacité de maîtriser les risques particuliers de ce type de gestion, notamment au regard de l'assemblage des stratégies, des risques de pertes extrêmes, de liquidité et de valorisation. Cette maîtrise des risques est en outre nécessaire pour une bonne information et un conseil approprié apporté à l'investisseur.

Dans ce cadre, l'AMF a notamment identifié plusieurs points sensibles tels que :

- l'autonomie de gestion, en particulier dans le cas où la société de gestion française reçoit des grilles d'allocation de stratégies alternatives et des pré-sélections de fonds provenant soit d'une autre entité du même groupe soit d'une société de conseil indépendante. Le programme d'activité doit ainsi démontrer une autonomie de décision, une pérennité de l'organisation et une maîtrise des risques suffisantes au niveau de la société de gestion française afin que celle-ci puisse assurer ses responsabilités vis-à-vis de l'investisseur. En tout état de cause, la société de gestion ne doit pas se comporter comme une structure de commercialisation de fonds *off shore* ;
- la mise en place effective et la formalisation des procédures de sélection, d'investissement et de suivi des fonds cibles ;
- les conditions de commercialisation et la qualité suffisante des documents d'information destinés à l'investisseur. Si ce type d'offre se banalise aujourd'hui en Europe, notamment en gestion privée, il constitue un outil de diversification des portefeuilles qui doit être utilisé avec discernement. Par ailleurs, la communication sur les performances passées, voire sur des performances *pro forma*, et sur les niveaux de risque de ces produits conduit l'AMF à adresser à leurs promoteurs de fréquentes observations.

4

L'utilisation d'instruments de dérivés de crédit

Depuis décembre 2002, les sociétés utilisant des dérivés de crédit doivent faire approuver au préalable par l'Autorité des marchés financiers un programme d'activité spécifique conformément au 1° de l'article 4-6 du décret n°89-623⁶.

Le contenu de ce programme d'activité a été défini par la Commission des opérations de bourse début 2003 et précisé par un article paru au Bulletin mensuel de

⁴ Article L. 532-9 du code monétaire et financier : « Pour délivrer l'agrément à une société de gestion de portefeuille, l'autorité vérifie si celle-ci : [...] dispose d'un programme d'activité pour chacun des services qu'elle entend fournir. »

⁵ Article 10 du règlement COB n° 96-02 : « La société de gestion doit disposer de moyens, d'une organisation et de procédures de contrôle et de suivi en adéquation avec les activités exercées ».

⁶ Article 4-6 : « Un organisme de placement collectif en valeurs mobilières peut conclure des contrats constituant des instruments financiers à terme répondant aux caractéristiques des dérivés de crédit définis par les conventions mentionnées à l'article L. 431-7 du code monétaire et financier, dans les conditions fixées aux articles 4-4 et 4-5 et à chacune des conditions suivantes : 1° La société de gestion assurant directement ou par délégation la gestion de l'organisme de placement collectif en valeurs mobilières qui conclurait au moins un tel contrat doit au préalable faire approuver par l'Autorité des marchés financiers un programme d'activité spécifique... »

la COB d'octobre 2003. Ce contenu est conforme aux orientations retenues par le groupe de travail réuni en 2002, afin de définir les conditions dans lesquelles les sociétés de gestion pouvaient utiliser les dérivés de crédit. Ces orientations ont été reprises par le Comité consultatif de la gestion financière à l'occasion de l'étude des 18 premiers dossiers déposés⁷.

Le niveau de précision attendu dans ces programmes d'activité est élevé par rapport aux demandes habituelles de l'Autorité en raison :

- d'une part, des risques particuliers liés aux instruments dérivés de crédit (asymétrie d'information entre le vendeur de protection et l'acquéreur lorsque ce dernier est une entité bancaire, risque juridique lié aux contrats de gré à gré portant sur les dérivés de crédit, difficultés de valorisation et de suivi de risques non linéaires) ;
- d'autre part, du fait que la nature des dérivés de crédit et les stratégies mises en œuvre ne sont pas restreintes *a priori* (pas de restriction aux seuls *credit default swaps* ou aux stratégies de couverture, par exemple, ce qui ne permet pas de définir de façon générale un niveau minimum d'information exigé) ;
- et enfin, du caractère novateur du sujet pour la gestion collective française.

L'objectif du programme d'activité est ainsi de permettre à la société de gestion de mettre en évidence l'adéquation de son organisation et de ses moyens à l'utilisation de ces produits dans l'intérêt des porteurs et dans le respect de la réglementation. Cette approche n'a donc pas pour objet de valider tel ou tel modèle de valorisation ou de suivi des risques, mais bien d'évaluer si et comment la société de gestion identifie et maîtrise les risques y compris opérationnels liés aux dérivés de crédit.

Dans ce cadre, deux points sont particulièrement mis en valeur.

4/a

La valorisation de tout instrument financier doit être précise et indépendante⁸

Cette exigence est particulièrement sensible s'agissant de produits de gré à gré potentiellement peu liquides comme les dérivés de crédit. Les informations à fournir ont été détaillées dans le Bulletin d'octobre 2003, la COB ayant déjà rappelé et formalisé dans le Bulletin de juillet-août 2003 quelles étaient les informations à fournir sur le dispositif mis en place par les sociétés de gestion valorisant des instruments financiers complexes.

L'analyse des éléments fournis par les sociétés de gestion a pour objet de vérifier que les moyens humains et techniques ainsi que l'organisation mise en place sont tels que la société de gestion ne prendra pas la décision d'acquiescer un instrument financier qu'elle ne sait pas valoriser.

Il s'agit donc de vérifier, par exemple :

- que les modèles de valorisation font l'objet d'une revue, tant en ce qui concerne le choix du modèle retenu que sa mise en œuvre technique, par une entité indépendante de la personne directement en charge des décisions de gestion ;

- que la société de gestion connaît les plages de validité de ces modèles ;
- qu'elle a défini quelles données de marché seraient utilisées pour alimenter ces modèles et comment elles seraient, le cas échéant, extraites d'autres informations de marché et/ou qualifiées ;
- que la procédure de valorisation est sécurisée, c'est-à-dire qu'elle ne peut être modifiée sans contrôle (cours forcés) et qu'elle tient compte des situations exceptionnelles (valorisation d'un dérivé de crédit sur un émetteur ayant fait défaut).

Les éléments suivants ont amené la COB à considérer que les sociétés de gestion concernées n'avaient pas suffisamment pris en compte les risques liés aux dérivés de crédit et à leur demander d'affiner les moyens et procédures de valorisation :

- des sociétés de gestion considéraient que la mise à disposition par un nombre croissant de contreparties de leurs cotations sur les CDS (*credit default swaps*) rendait inutile toute analyse ou qualification des données fournies et permettait d'alimenter "automatiquement" l'outil de valorisation. En effet, la qualité des informations ainsi fournies est hétérogène et variable dans le temps (cas des émetteurs faisant défaut, par exemple) et il est nécessaire que les données ainsi obtenues soient au minimum qualifiées par la société de gestion (suppression des données incohérentes, justification du choix entre la valeur moyenne des données retenues ou la médiane) ;
- des sociétés de gestion considéraient que la fourniture par un prestataire externe d'un outil de valorisation largement utilisé par la place rendait inutile toute analyse de la pertinence du modèle utilisé, l'identification des limites éventuelles de cet outil, ou la vérification de son paramétrage.

4/b

Disposer des compétences d'analyse crédit

Le groupe de travail déjà cité avait posé le principe de la présence, au sein des sociétés de gestion utilisant les dérivés de crédit, de capacités d'analyse crédit indépendantes, répondant ainsi au souci de limiter le risque d'asymétrie d'information entre l'OPCVM et sa contrepartie (le plus souvent bancaire) lorsque ce dernier est vendeur de protection.

Cette exigence a été reprise à l'occasion de l'étude des dossiers individuels déposés par les sociétés, et formalisée dans le programme d'activité type qui rappelle que les sociétés de gestion doivent disposer des compétences d'analyse crédit adaptées à la nature des stratégies envisagées sans pour autant déterminer la présence d'un nombre minimal d'analystes crédit.

5

L'utilisation d'instruments financiers à terme complexes

Devant la multiplication des fonds à formule, le régulateur a demandé la mise à jour des programmes d'activité des sociétés de gestion ayant créé au moins un OPCVM à formule depuis le 1^{er} janvier 2002. La COB a reçu 26 programmes d'activité. Ces derniers sont intégrés au programme d'activité global de la

⁷ Dont 2 ont fait l'objet d'un rejet.

⁸ Art. 10 du décret 89-624 : « Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières doivent pouvoir à tout moment valoriser de manière précise et indépendante leurs éléments d'actif et de hors-bilan ; ils doivent pouvoir à tout moment mesurer les risques associés à leurs positions et la contribution de ces positions au profil de risque général du portefeuille. »

société de gestion. Ils permettent l'agrément de nouveaux fonds entrant dans le périmètre d'intervention décrit, le plus souvent sans demande complémentaire portant sur les moyens de la société de gestion.

À cet égard, il est demandé des précisions quant à la valorisation des sous-jacents, comme pour les dérivés de crédit et l'utilisation de dérivés intégrés (« *embedded derivatives* »), et notamment :

- de pouvoir établir une valorisation indépendante de la contrepartie de l'instrument dérivé, au sein de la société de gestion d'une part ;
- de disposer d'une procédure permanente, par des personnes indépendantes des gestionnaires, permettant de valider et de contrôler les modèles internes utilisés d'autre part. Le contrôle doit non seulement porter sur les modalités d'utilisation du modèle mais aussi sur ses caractéristiques techniques : les contrôleurs doivent être associés en amont à sa validation.

6 Les caducités ou retraits d'agrément

La COB, puis l'AMF, ont procédé au retrait d'agrément - ou constaté la caducité - de 35 sociétés de gestion de portefeuille et de 23 sociétés de gestion d'OPCVM. Ces disparitions sont intervenues à la demande des sociétés et sont la conséquence :

- de la simplification des structures de gestion des grands groupes (28) ;
- d'un montant d'actifs gérés insuffisant (22) ;
- de la transformation de sociétés de gestion d'épargne salariale en établissements teneurs de comptes-conservateurs (4) ;
- de la transformation de sociétés de gestion d'OPCVM en sociétés de gestion de portefeuille (3).

Par ailleurs, le 6 mai 2003, la COB a décidé de retirer l'agrément n° GP 01-027, délivré le 20 juillet 2001, à la société Ethys en qualité de société de gestion de portefeuille pour les motifs suivants : non respect des engagements pris dans son programme d'activité en termes de moyens humains et matériels et fonds propres inférieurs aux seuils réglementaires.

La Commission a en effet observé que la société Ethys ne justifiait pas d'un niveau de fonds propres égal au quart des frais généraux annuels de l'exercice précédent, conformément à l'article 6 du règlement COB n° 96-02.

Contrairement aux engagements pris par la société Ethys dans son programme d'activité en application de l'article 9 du règlement COB n° 96-02, la Commission a également constaté d'une part, que la société n'avait pas salarié les membres de son directoire (notamment un dirigeant contrôleur interne et déontologue qui était demeuré salarié d'un autre établissement), d'autre part, qu'elle ne s'était pas dotée des moyens matériels nécessaires à l'exercice de son activité de gestion.

La décision de la COB portée à la connaissance de la société Ethys le 20 mai 2003, a pris effet le 10 juin 2003.

La société Ethys a déposé le 2 juin 2003, devant le Conseil d'État, une requête en référé-suspension de l'exécution de la décision de retrait prise à son encontre et une requête en annulation de cette même décision. Le 26 juin 2003, le juge des référés a rejeté la requête en référé-suspension de la société Ethys.

Le 1^{er} juillet 2003, la COB a informé le public par voie de communiqué de presse de sa décision de retirer l'agrément de la société Ethys, en application de l'article 18 du règlement COB n° 96-02.

Face au refus de la société d'informer ses mandants et les teneurs de comptes de la décision prise à son encontre comme l'y oblige l'article 18 du règlement COB n° 96-02, la Commission a procédé elle-même, et par l'intermédiaire des teneurs de comptes, à l'information des mandants.

Par ailleurs, la Commission a demandé au dépositaire des OPCVM gérés par la société Ethys, de désigner un autre gestionnaire desdits OPCVM, conformément à l'article 18 du règlement COB n° 96-02.

La décision de retrait d'agrément par la COB fait l'objet d'un recours par Ethys devant le Conseil d'État.

7 Les refus d'agrément prononcés en 2003

Comme l'y autorisent les articles L. 532-4 et L. 532-9-7 du code monétaire et financier, le régulateur a refusé d'agréer trois sociétés en qualité de société de gestion de portefeuille aux motifs suivants :

- dans le premier cas, la gestion pour compte propre, effectuée au sein d'une société exerçant l'activité de gestion pour compte de tiers, aurait été placée sous la responsabilité des dirigeants de cette dernière, ce qui contrevient aux dispositions de l'article 14 du règlement COB n° 96-03 ;
- le deuxième dossier, présenté par une société de gestion de portefeuille agréée souhaitant étendre son activité à l'exercice de la gestion d'OPCVM et, plus particulièrement, d'une SICAV de droit étranger, ne laissait apparaître aucune compétence en matière de contrôle interne de la gestion d'OPCVM, non plus qu'en termes de sélection et de suivi des titres, de leur valorisation et de leur risque de liquidité ;
- pour la troisième société sollicitant un agrément, le passé professionnel d'un des actionnaires ne lui permettait pas de garantir une gestion saine et prudente, tel qu'en dispose l'article L. 532-9-3 du code monétaire et financier. Elle n'a, en outre, pu démontrer avoir mis en œuvre une procédure formalisée de mise en concurrence entre plusieurs intermédiaires, contrevenant ainsi aux dispositions de l'article 16 *bis* du règlement COB n° 96-03.

La Commission des opérations de bourse a également refusé d'approuver le programme d'activité sur dérivés de crédit présenté par deux sociétés de gestion de portefeuille agréées, les dossiers présentés n'ayant pas permis de déterminer l'existence effective des moyens mis en œuvre et l'expertise nécessaires à l'exercice de cette activité, en termes d'analyse crédit et d'outil d'évaluation, tel qu'en dispose le décret n° 89-624 modifié en son article 4-6.

B

Les autres prestataires de services d'investissement

En 2003, le régulateur a été conduit à prendre un certain nombre de décisions individuelles intéressant des prestataires de services d'investissement.

Pour le Conseil des marchés financiers, ces décisions individuelles consistaient :

- soit en une approbation de programme d'activité ou d'extension de programme d'activité ;
- soit en une habilitation à la tenue de compte-conservation d'instruments financiers.

Par ailleurs, le CMF a examiné un certain nombre de dossiers relatifs à l'usage du passeport européen par des prestataires de services d'investissement de droit français intervenant dans un autre État de l'Espace économique européen et réciproquement par des prestataires européens désirant exercer leurs activités de services d'investissement en France.

Pour la Commission des opérations de bourse, ces décisions individuelles consistaient en une approbation d'extension de programme d'activité de gestion de portefeuille présentée par des prestataires de services d'investissement autres que des sociétés de gestion.

1

Les approbations de programmes d'activité

En 2003, 23 demandes d'agrément ou d'extension d'agrément, transmises par le CECEI, ont été soumises au CMF pour approbation du programme d'activité ou approbation de l'extension du programme d'activité. 2 dossiers d'approbation d'extension de programme d'activité de gestion de portefeuille ont par ailleurs été transmis à la COB.

5 dossiers concernaient le statut d'établissement de crédit et 19 celui d'entreprise d'investissement.

S'agissant des établissements de crédit, les dossiers présentés relevaient chacun d'une motivation spécifique :

- procéder à une restructuration d'entités préexistantes ;
- se conformer à la réglementation relative à la tenue de compte-conservation de parts dans le cadre d'un dispositif d'épargne salariale ;
- créer une entité nouvelle dédiée à un segment de clientèle particulier ;
- élargir le périmètre de l'agrément au service de gestion de portefeuille ;
- élargir le périmètre d'un agrément dans la perspective d'une opération de fusion-absorption.

Concernant les entreprises d'investissement, la plupart des dossiers étudiés ont concerné le domaine de l'épargne salariale avec la création de 9 structures dédiées, lesquelles ont sollicité, concomitamment à l'agrément, une habilitation à l'exercice d'une activité de tenue de compte-conservation.

Comme l'année précédente, l'exercice 2003 a confirmé, de la part des entreprises d'investissement,

une volonté d'extension du périmètre de leur agrément existant. C'est ainsi que 5 dossiers ont porté sur l'extension d'un programme d'activité à de nouveaux services d'investissement autres que ceux pour lesquels l'agrément avait été initialement délivré et/ou au service assimilé de compensation.

L'examen des dossiers d'agrément d'établissement de crédit ou d'entreprise d'investissement, au titre desquels l'autorité de régulation s'est prononcée sur le programme d'activité, permet d'identifier 6 cas :

1/a

L'approbation de programmes d'activité dans le cadre d'une restructuration

Le CMF a eu à examiner 2 programmes d'activité caractérisés par une opération de fusion de plusieurs entités pour donner naissance à un établissement nouveau. L'un s'est inscrit dans le cadre d'une stratégie reposant sur un regroupement progressif et concerté d'établissements bancaires afin de favoriser la constitution de banques régionales de plein exercice. L'autre a concerné la réorganisation de l'activité de traitement de titres au sein d'un groupe bancaire et financier.

1/b

L'approbation de programmes d'activité en relation avec la nouvelle réglementation encadrant l'activité d'épargne salariale

La demande d'agrément de 9 entités correspond à la séparation de l'activité de tenue de compte-conservation de parts d'avec la gestion d'actifs, conformément aux dispositions réglementaires issues de la décision CMF n° 2002-03 relative à la tenue de compte-conservation de parts dans le cadre d'un dispositif d'épargne salariale.

Les différents métiers de l'épargne salariale étaient exercés historiquement au sein des sociétés de gestion. La nouvelle réglementation a conduit à obtenir de la part des sociétés de gestion offrant, en parallèle de leur activité de gestion d'actifs, un service de tenue de compte-conservation de parts, qu'elles concentrent leur activité sur la seule gestion financière et qu'elles confient la fonction de teneur de compte-conservateur à des intermédiaires dûment habilités.

Cette nouvelle répartition des rôles entre teneurs de compte-conservateur de parts et sociétés de gestion devait être effective au plus tard le 31 décembre 2003.

Les 9 dossiers présentés peuvent être classés selon trois catégories.

Changement de statut opéré par une société de gestion

5 entités, qui étaient dotées d'un agrément de société de gestion de portefeuille, ont opté pour un changement de statut aux fins de devenir une entreprise d'investissement ou un établissement de crédit (pour l'une de ces entités) habilité à exercer une activité de tenue de compte-conservation de parts de fonds communs de placement d'entreprise (FCPE), la gestion des fonds d'épargne salariale étant confiée à une autre entité dédiée.

Création d'une entité nouvelle

Le CMF a examiné 3 programmes d'activité présentés par des sociétés qui ont été créées à cette occasion.

L'une d'elles, société préexistante dépourvue d'activité, membre d'un groupe bancaire et financier, a recueilli les activités de tenue de registre, de tenue des comptes individuels des salariés et de conservation des parts ou actions d'OPCVM d'épargne salariale qui étaient exercées auparavant par une société de gestion dudit groupe.

La deuxième entité est issue d'un partenariat entre deux groupes de prévoyance qui ont souhaité, au travers d'une structure dédiée, développer en direct, au profit de leurs entreprises clientes, une prestation d'épargne salariale.

La troisième entité a été créée à l'initiative d'un groupe de prévoyance du bâtiment et des travaux publics de proposer une prestation d'épargne salariale aux entreprises et salariés de la profession.

Régularisation de situation

Une société qui, sur la base d'une dérogation délivrée par le CMF en juillet 2001, exerçait, depuis octobre 2001 une activité de tenue de compte-conservation de parts dans le cadre d'un dispositif d'épargne salariale s'est conformée aux dispositions découlant de la décision CMF n° 2002-03 en obtenant un statut d'entreprise d'investissement teneur de compte-conservateur d'instruments financiers.

1/c

L'approbation de programmes d'activité d'entités nouvelles

À l'initiative de personnes physiques

Deux anciens gérants de portefeuille, qui exerçaient auparavant une activité réglementée de gestion pour compte de tiers, assortie d'une activité accessoire de réception-transmission d'ordres ont choisi de créer leur propre structure afin d'exercer une prestation d'intermédiation financière pour le compte de tiers et une activité de conseil.

Dans le cadre d'une orientation stratégique

Une banque française et son actionnaire, un groupe de droit néerlandais, ont renforcé leurs activités en France sur le segment de clientèle des moyennes entreprises. Pour ce faire, un établissement de crédit prestataire de services d'investissement/teneur de compte-conservateur d'instruments financiers a été créé.

La création d'une entreprise d'investissement, exerçant une activité principale de réception-transmission d'ordres pour le compte de tiers et, à titre accessoire, une activité de gestion de portefeuille, s'est inscrite dans le cadre de l'acquisition par une banque d'un fonds de commerce.

Enfin, une banque a filialisé, par voie d'apport partiel d'actifs, ses activités de prise ferme et de placement au sein d'une nouvelle structure dédiée dotée du statut d'entreprise d'investissement.

1/d

L'approbation de programmes d'activité d'entités opérant d'ores et déjà dans le secteur financier

Activité préexistante en tant que récepteur-transmetteur d'ordres mandataire exclusif d'un prestataire de services d'investissement

Le 1° de l'article 2-1-3 du règlement général du CMF permet à une personne physique ou une personne morale d'exercer, sans agrément, une activité de réception-transmission d'ordres pour le compte de tiers à condition d'être liée, par une convention de mandat exclusif, à un prestataire de services d'investissement de sorte que ce prestataire dûment habilité est responsable juridiquement de l'activité de réception-transmission d'ordres exercée par son mandataire.

Une société commerciale, agissant en tant que récepteur-transmetteur d'ordres mandataire exclusif d'une entreprise d'investissement souhaitait opérer avec plusieurs prestataires de services d'investissement et a sollicité le statut d'entreprise d'investissement pour exercer la réception-transmission d'ordres.

Activité préexistante de compensation d'instruments financiers

Une entité, exerçant l'activité de compensation, assimilée à une entreprise d'investissement au sens des dispositions de l'article L. 442-2 du code monétaire et financier a adopté le statut d'entreprise d'investissement afin d'exercer également une activité d'intermédiation pour compte de tiers.

1/e

L'extension de programmes d'activité

5 dossiers présentés au CMF et 2 présentés à la COB ont concerné l'aménagement d'un agrément dans le sens d'une extension du programme d'activité.

Les extensions de programmes d'activité ont concerné 5 entités dotées du statut d'entreprise d'investissement et 2 établissements de crédit.

S'agissant des entreprises d'investissement, quelques particularités ont été relevées :

- deux entités ont sollicité une extension de leur programme d'activité au service d'investissement de négociation pour compte propre. Il s'agissait, pour l'une d'elles, de pouvoir être contrepartie temporaire dans le cadre de son activité d'exécution d'ordres pour le compte de tiers et pour l'autre, de lui permettre, dans le prolongement de son activité d'intermédiation pour le compte de tiers portant sur des instruments financiers précisément identifiés, de facturer ses services en écarts de cours et non plus sous forme de courtages.

- une entreprise d'investissement, jusqu'à présent agréée pour le seul service d'investissement de réception-transmission d'ordres et le service assimilé de tenue de compte-conservation d'instruments financiers, a sollicité une extension de son programme d'activité à trois autres services d'investissement et au service assimilé de compensation, dans le souci de pouvoir maîtriser complètement la chaîne de traitement des ordres de ses clients.

⁹
L'article 2-2-1 dernier alinéa du règlement général du CMF est ainsi rédigé :
« Le Conseil délivre son approbation au regard de la compétence et de l'honorabilité des dirigeants et de l'adéquation de leur expérience à leurs fonctions, ainsi que des moyens que le prestataire s'engage à mettre en oeuvre pour fournir les services d'investissement concernés ».

1/f

Le refus d'approbation de programme d'activité

Au regard des critères⁹ qui fondaient la décision d'approbation par le CMF d'un programme d'activité, le Conseil a été amené à refuser d'approuver le programme d'activité présenté par une société candidate au statut d'entreprise d'investissement.

Le tableau qui suit présente les approbations de programme d'activité ou les extensions de programme d'activité délivrés par le CMF ou la COB en 2003.

Les services d'investissement sont énumérés à l'article L. 321-1 du code monétaire et financier :

- 1) - La réception et la transmission d'ordres pour le compte de tiers ;
- 2) - L'exécution d'ordres pour le compte de tiers ;

3) - La négociation pour compte propre ;

4) - La gestion de portefeuille pour le compte de tiers ;

5) - La prise ferme ;

6) - Le placement.

Les instruments financiers sont énumérés à l'article L. 211-1 du code monétaire et financier :

- 1 - Les actions et autres titres donnant ou pouvant donner accès, directement ou indirectement, au capital ou aux droits de vote, transmissibles par inscription en compte ou tradition ;
- 2 - Les titres de créance qui représentent chacun un droit de créance sur la personne morale qui les émet, transmissibles par inscription en compte ou tradition, à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse ;

APPROBATION DE PROGRAMMES D'ACTIVITÉS DANS LE CADRE D'UNE RESTRUCTURATION			
DÉNOMINATION SOCIALE	STATUT SOLLICITÉ	SERVICES D'INVESTISSEMENT	INSTRUMENTS FINANCIERS
Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel Centre France	■	1) - 2) - 3) - 5) - 6)	1 - 2 - 3 - 4
Crédit Agricole Titres	■	1)	1 - 2 - 3
APPROBATION DE PROGRAMMES D'ACTIVITÉ EN RELATION AVEC LA RÉGLEMENTATION ENCADRANT L'ÉPARGNE SALARIALE			
AXA Épargne Entreprise	■	1)	1 - 3
CIC Épargne Salariale	■	1)	1 - 2 - 3
Crédit Mutuel Participation	■	1)	1 - 2 - 3
Fédérés Épargne Salariale	■	1)	1 - 2 - 3
Fongépar	■	1)	1 - 2 - 3
Natexis Interépargne	■	1) - 6)	1 - 2 - 3
OJH - Novacy	■	1)	1 - 2 - 3
Prado Épargne	■	1)	1 - 3
Regard BTP	■	1)	1 - 2 - 3
APPROBATION DE PROGRAMMES D'ACTIVITÉ D'ENTITÉS NOUVELLES			
MPE Finances	■	1) - 2)	1 - 2 - 3 - 4
Banque NSM Entreprises	■	1)	1 - 2 - 3
Marveyre Gestion privée Entreprise d'investissement	■	1)	1 - 2 - 3 - 4
Vizille Capital Finance	■	5) - 6)	1 - 2 - 3 - 4
APPROBATION DE PROGRAMMES D'ACTIVITÉ D'ENTITÉS OPÉRANT D'ORES ET DÉJÀ DANS LE SECTEUR FINANCIER			
H et Associés S.A.	■	1)	1 - 3
Parel	■	1) - 2)	1 - 2 - 3 - 4
EXTENSION DE PROGRAMMES D'ACTIVITÉ			
DÉNOMINATION SOCIALE	STATUT SOLLICITÉ	SCE D'INVESTISSEMENT SCE ASSIMILÉ DE COMPENSATION	INSTRUMENTS FINANCIERS
C@pitol	●	2) - 3) - 6) Compensation	N/A
CA-IS Corporate Trust	●	2)	N/A
Crédit Coopératif	●	2) - 3)	N/A
Dexia Securities	●	3)	N/A
HPC	●	3)	N/A
Marveyre Gestion privée	●	4)	N/A
Banque cantonale de Genève (France)	◆	4)	N/A

■ Établissement de crédit
■ Entreprise d'investissement

● Extension d'agrément d'entreprise d'investissement

● Extension d'agrément d'établissement de crédit prestataire de services d'investissement

◆ Extension d'agrément d'établissement de crédit

Source : AMF

- 3 - Les parts ou actions d'organismes de placements collectifs ;
- 4 - Les instruments financiers à terme.

Sur 14 entreprises d'investissement qui ont fait l'objet d'une approbation de leur programme d'activité (et non pas d'une approbation d'extension de programme d'activité) par le CMF :

Pour les services d'investissement :

- 11 entités ont limité leur demande à la seule activité de réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers. 8 d'entre elles opèrent dans le domaine de l'épargne salariale ; cette activité de réception-transmission d'ordres est accessoire à leur activité principale de tenue de compte-conservation d'instruments financiers dans le cadre d'un dispositif d'épargne salariale.
- 1 seule entreprise d'investissement a vu son programme d'activité approuvé pour les services de placement et de prise ferme tandis que 2 autres ont privilégié une activité d'intermédiation pour le compte de tiers se traduisant par un programme d'activité couvrant les services d'investissement de réception-transmission et exécution d'ordres pour le compte de tiers.

Pour les instruments financiers :

- 4 entités ont envisagé l'ensemble des instruments financiers.
- La totalité des entreprises d'investissement a souhaité intégrer les parts ou actions d'OPCVM dans leur programme d'activité : 8 entités opèrent dans le domaine de l'épargne salariale et, de fait, utilisent cette catégorie d'instruments financiers dans le cadre de leur activité ; 4 autres entités ont privilégié l'éventail le plus large en termes d'instruments financiers ; les 2 dernières entités ont fait part de leur volonté de commercialiser éventuellement des parts ou actions d'organismes de placements collectifs dans le descriptif de leur programme d'activité.

Sur 4 établissements de crédit dont le programme d'activité (et non l'extension d'un programme d'activité) a été approuvé par le CMF :

Pour les services d'investissement :

- 1 seul établissement a envisagé l'ensemble des services d'investissement.
- 2 établissements ont limité leur demande à la seule activité de réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers.
- 1 autre établissement a fait le choix d'exercer simultanément les services d'investissement de réception-transmission d'ordres pour le compte de tiers et de placement.

Pour les instruments financiers :

- 2 établissements ont envisagé l'ensemble des instruments financiers.
- Les 2 autres établissements ont exclu les instruments financiers à terme de leur programme d'activité.

2

Les habilitations à l'exercice d'une activité de tenue de compte-conservation d'instruments financiers

En 2003, le CMF a délivré 18 habilitations en qualité de teneur de compte-conservateur d'instruments financiers, dont 7 à des établissements de crédit, 9 à des entreprises d'investissement et 2 autres à des entités non dotées d'un statut d'établissement de crédit ou d'entreprise d'investissement mais ayant bénéficié d'une dérogation accordée en application du 2^e alinéa de l'article 6-2-2 du règlement général du CMF.

2/a

Le détail des habilitations à la tenue de compte-conservation délivrées par le CMF

Sur les 18 habilitations délivrées :

- 13 l'ont été de façon concomitante à l'obtention d'un agrément de prestataire de services d'investissement et 9 de ces 13 habilitations ont été délivrées en relation avec la réforme de l'épargne salariale ;
- 1 habilitation a été sollicitée par un établissement de crédit non doté du statut de prestataire de services d'investissement ;
- 2 habilitations ont été sollicitées par des établissements de crédit prestataires de services d'investissement ;
- 2 habilitations ont été sollicitées en application de la dérogation visée au 2^e alinéa de l'article 6-2-2 du règlement général du CMF.

2/b

Les modifications induites par la loi de sécurité financière

La loi de sécurité financière a consacré le statut de teneur de compte-conservateur. L'article L. 542-1 du code monétaire et financier énumère désormais au titre des intermédiaires pouvant exercer les activités de tenue de compte-conservation d'instruments financiers, « les personnes morales établies en France ayant pour objet principal ou unique l'activité de conservation ou d'administration d'instruments financiers ».

La loi a également réformé le régime applicable à l'habilitation requise pour l'exercice de l'activité de tenue de compte-conservation d'instruments financiers en procédant à un alignement sur les dispositions régissant les prestataires de services d'investissement.

Désormais, le montant du capital minimum pour les teneurs de compte-conservateurs d'instruments financiers relève du ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie après avis du Comité consultatif de la législation et de la réglementation financières.

La réglementation et le contrôle des autres conditions d'exercice de l'activité et en particulier des règles de bonne conduite sont de la compétence de l'Autorité des marchés financiers.

La publication de la liste des établissements habilités à exercer la fonction de teneur de compte-conservateur d'instruments financiers est, depuis le 2 février 2004, assurée par le CECEI sur son site internet :

<http://www.cecei.org>.

DÉNOMINATION SOCIALE	STATUT	REMARQUES
HABILITATIONS À LA TENUE DE COMPTE-CONSERVATION CONCOMITANTES À L'OBTENTION D'UN AGRÉMENT DE PRESTATAIRE DE SERVICES D'INVESTISSEMENT		
AXA Épargne Entreprise	Entreprise d'investissement	■
Banque Banorabe	Établissement de crédit	
Banque NSM Entreprises	Établissement de crédit	
Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel Centre France	Établissement de crédit	
CIC Épargne Salariale	Entreprise d'investissement	■
Crédit Agricole Titres	Entreprise d'investissement	
Crédit Mutuel Participation	Entreprise d'investissement	■
Fédéris Épargne Salariale	Entreprise d'investissement	■
Fongépar	Entreprise d'investissement	■
Natexis Interépargne	Établissement de crédit	■
OJH - Novacy	Entreprise d'investissement	■
Prado Épargne	Entreprise d'investissement	■
Regard BTP	Entreprise d'investissement	■
HABILITATIONS À LA TENUE DE COMPTE-CONSERVATION SOLLICITÉES PAR DES ENTITÉS DÉJÀ AGRÉÉES		
Banque Cantonale de Genève (France) S.A.	Établissement de crédit	●
Banque Fédérale Mutualiste - BFM	Établissement de crédit	●
BLC Bank (France) S.A.	Établissement de crédit	●
HABILITATIONS À LA TENUE DE COMPTE-CONSERVATION DÉROGATOIRES		
BNP Paribas Épargne Entreprise	Teneur de compte-conservateur « pur »	■
Crédit Agricole Épargne Longue des Salariés (CA-ELS)	Teneur de compte-conservateur « pur »	■

■ Tenue de compte-conservation dans le cadre d'un dispositif d'épargne salariale.

● Établissement non prestataire de services d'investissement.

● Établissement prestataire de services d'investissement.

■ Habilitation en application du 2^e alinéa de l'article 6-2-2 du règlement général du CMF.

3 Les dépositaires d'OPCVM

Au 31 décembre 2003, 88 établissements exerçaient les fonctions de dépositaire d'OPCVM.

Les grands établissements financiers occupent une place prépondérante dans le classement des dépositaires. Les 22 premiers dépositaires concentrent 90 % des actifs et 76 % des OPCVM déposés. Cette concentration s'explique par :

- des marges réduites qui conditionnent de plus en plus la viabilité de l'activité à des volumes conséquents, d'où la course à la taille critique observée ces dernières années ;
- une responsabilité importante engagée par la fonction de dépositaire avec des obligations contraignantes. La maîtrise du risque opérationnel nécessite des moyens croissants qu'il est nécessaire d'amortir sur des encours importants.

La loi de sécurité financière prévoit que le règlement général de l'AMF détermine les conditions d'exercice de l'activité

de dépositaire d'organismes de placements collectifs.

La mise en place du règlement général de l'AMF sera donc l'occasion de préciser les exigences de l'autorité de régulation à l'égard des dépositaires, de mettre à jour le contenu de l'instruction de la COB de 1993 relative à leurs missions et à leurs moyens, et *in fine* de renforcer le cadre juridique d'exercice de cette activité et sa contribution à la sécurité de l'investisseur.

Afin de préparer ce travail et de mieux apprécier le fonctionnement actuel des prestataires, la COB a collecté et analysé l'ensemble des cahiers des charges des dépositaires en activité au cours de l'année 2003.

RÉPARTITION DES DÉPOSITAIRES PAR QUARTILE	PREMIER QUARTILE	DEUXIÈME QUARTILE	TROISIÈME QUARTILE	DERNIER QUARTILE	TOTAL
RÉPARTITION DES DÉPOSITAIRES EN FONCTION DE LEURS ACTIFS PAR QUARTILE AU 31 DÉCEMBRE 2003					
Actif net déposé (en milliards d'euros)	815,9	79,6	12,3	1,6	909,4
Répartition de l'actif net déposé	89,8 %	8,8 %	1,3 %	0,1 %	100 %
Nombre d'OPCVM déposés	5 963	1 390	411	142	7 906
Répartition d'OPCVM déposés	75,4 %	17,6 %	5,2 %	1,8 %	100 %

Source : AMF

4

Le passeport européen

4/a

L'usage du passeport européen dans un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen

Les notifications de libre établissement

En 2003, 5 notifications de libre établissement, émanant de 3 établissements de crédit prestataires de services d'investissement et de 2 entreprises d'investissement, ont été examinées favorablement par le CMF. 3 États de l'Espace économique européen ont été concernés par ces notifications de libre établissement : l'Allemagne (3), l'Espagne (1) et le Portugal (1).

Deux types de motivation ont présidé au dépôt d'une notification de libre établissement :

- la substitution d'une succursale à une implantation préexistante : 4 entités (2 établissements de crédit et 2 entreprises d'investissement) ont eu en commun de vouloir substituer à une implantation locale préexistante - succursale non bancaire, filiale ou autre entité du groupe - une succursale communautaire ;
- la création d'une succursale, corollaire d'une opération de fusion-absorption : de façon concomitante à une opération de fusion-absorption d'une entité de droit français réglementée, un établissement de crédit a souhaité reprendre, à son compte, les activités précédemment exercées, au travers d'une succursale située en Espagne, par ladite entité absorbée et a procédé à la notification de libre établissement correspondante.

Les déclarations de libre prestation de services

Au cours de l'année 2003, 8 déclarations de libre prestation de services, émanant de 6 prestataires de services d'investissement, ont été portées à la connaissance du CMF.

Les 6 déclarants se répartissent en :

- 3 établissements de crédit ;
- 3 entreprises d'investissement.

Seulement 5 États ont été concernés par ces 8 déclarations de libre prestations de services : l'Autriche (2), la Grèce (1), l'Irlande (1), l'Italie (1) et le Royaume-Uni (3).

4/b

L'usage du passeport européen en France

Les notifications de libre établissement

En 2003, 5 notifications de libre établissement, émanant de prestataires de services d'investissement agréés dans un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen ont été portées à la connaissance du CMF.

Les 5 notifications émanent respectivement de :

- 1 établissement de crédit ;
- 4 entreprises d'investissement.

Les notifications émanent de prestataires de services d'investissement ressortissants de 2 États membres : la Belgique (1) et le Royaume-Uni (3).

3 des 5 succursales ont été effectivement ouvertes dans le courant de l'année 2003 :

- 1 succursale d'un établissement de crédit prestataire de services d'investissement en substitution d'une

filiale de droit français qui a vu son agrément corrélativement retiré ;

- 2 succursales d'entreprises d'investissement : l'une en tant qu'implantation nouvelle, l'autre en substitution d'un bureau de représentation présent à Paris.

Les déclarations de libre prestation de services

Au cours de l'année 2003, 89 déclarations de libre prestation de services, émanant de prestataires de services d'investissement agréés dans un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen ont été portées à la connaissance du CMF.

Ces déclarations de libre prestation de services émanent respectivement de :

- 27 établissements de crédit ;
- 62 entreprises d'investissement.

Les 89 déclarations de libre prestation de services émanent de prestataires de services d'investissement ressortissants de 15 États membres : l'Allemagne (11), la Belgique (1), le Danemark (1), l'Espagne (1), la Finlande (1), la Grèce (2), l'Irlande (3), l'Italie (3), le Liechtenstein (1), le Luxembourg (7), la Norvège (1), les Pays-Bas (7), le Portugal (6), le Royaume-Uni (42) et la Suède (2).

C

L'évolution du cadre réglementaire

1

L'unification du statut des sociétés de gestion

La modification de la directive 85/611/CEE, qui définit les conditions de commercialisation des OPCVM dits coordonnés dans des États membres autres que ceux où ils sont situés, par la directive 2001/107/CE¹⁰, a supprimé l'exigence que ces OPCVM soient gérés par des sociétés de gestion ayant pour objet exclusif la gestion d'organismes de placements collectifs (SGO).

Depuis le 13 février 2004, une société de gestion de portefeuille peut donc commercialiser en Europe les OPCVM qu'elle gère, dès lors qu'ils respectent les règles d'investissement de la directive 85/611/CEE modifiée et que les activités accessoires exercées par cette société sont conformes à cette directive¹¹.

L'article 68 II de la loi de sécurité financière a modifié en conséquence le code monétaire et financier en supprimant l'objet exclusif des sociétés de gestion d'OPCVM, en leur offrant la possibilité d'exercer une activité de gestion sous mandat et de conseil en investissement et en leur imposant de se doter des moyens matériels, humains et techniques nécessaires à l'exercice de leur activité : « les sociétés de gestion mentionnées à l'article L. 543-1 du code monétaire et financier (sociétés de gestion d'OPCVM) mettent, avant le 13 février 2004, leurs statuts, leur organisation et leurs moyens en harmonie avec les dispositions du I [du même article, c'est-à-dire les dispositions relatives aux sociétés de gestion de portefeuille]. Elles effectuent une déclaration d'activité et déposent une demande d'agrément auprès de l'AMF

¹⁰ Directive 2001/107/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 janvier 2002 modifiant la directive 85/611/CEE du Conseil portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) en vue d'introduire une réglementation relative aux sociétés de gestion et aux prospectus simplifiés.

¹¹ La directive ne prévoit notamment pas la possibilité pour une société de gestion d'exercer à titre accessoire une activité de réception-transmission d'ordres.

avant le 31 décembre 2003. Elles poursuivent leur activité jusqu'à ce qu'il ait été statué sur cette demande ».

Cependant, au-delà de ces dispositions pratiques, plusieurs éléments doivent être pris en compte par les sociétés concernées :

- pour les sociétés dont l'existence était principalement motivée par la contrainte de disposer, au sein d'un groupe financier, d'une société de gestion ayant un statut permettant la commercialisation d'OPCVM dans l'Espace économique européen, ces modifications peuvent amener les groupes financiers concernés à s'interroger sur leur structure ;
- certaines des sociétés précitées n'étaient pas dotées des moyens nécessaires à l'exercice de leur activité, notamment dans le cas de sociétés déléguant l'intégralité de leurs fonctions à une société sœur. Les nouvelles dispositions impliquent que ces sociétés se dotent de moyens ou fusionnent avec une société dotée de moyens ;
- enfin, l'impact fiscal (droits d'enregistrement, impôt sur les sociétés, TVA) des éventuelles restructurations des groupes de gestion devra être pris en compte.

Dans ces conditions, de nombreux groupes ont engagé ou envisagent d'engager une restructuration de leur activité de gestion pour compte de tiers. Cette restructuration se traduisant le plus souvent par une modification des éléments pris en compte pour la délivrance de l'agrément de certaines sociétés de gestion, par le retrait d'agrément d'autres entités ou par le changement de société de gestion de certains OPCVM, elle nécessite une ou plusieurs décisions formelles d'approbation par l'AMF. L'étude des projets présentés au régulateur peut également soulever des difficultés de fond. L'attention des sociétés de gestion est donc attirée sur la nécessité d'informer le régulateur en amont des projets envisagés et de veiller au respect du formalisme nécessaire à la poursuite de leur activité de gestion pour le compte de tiers dans un cadre juridique sécurisé.

2

La notion de qualité des dirigeants et des personnes en charge de déterminer l'orientation des sociétés de gestion

La Commission des opérations de bourse a publié¹² son interprétation des articles L. 532-9.4 et L. 532-9.5 du code monétaire et financier, relatifs aux personnes dirigeant et déterminant l'orientation des sociétés de gestion.

En effet, la direction effective de la société consistant à assurer la direction générale de la société, et à représenter celle-ci vis-à-vis des tiers, doit être assurée par deux personnes ayant la qualité de dirigeants sociaux au sens du droit des sociétés¹³, soit :

- pour les sociétés anonymes (à conseil d'administration ou à directoire) : le directeur général et les directeurs généraux délégués ;
- pour les sociétés en commandite par actions, les sociétés en nom collectif et les sociétés en commandite simple : les gérants ;

- pour les sociétés par actions simplifiées (SAS) : le président, un directeur général ou un directeur général délégué nommés dans les statuts.

Par ailleurs, à côté de l'exigence de la nomination de deux dirigeants effectifs, présentant l'honorabilité et l'expérience adéquates, la loi impose que deux personnes au moins déterminent l'orientation des sociétés de gestion. Les dirigeants sociaux sont de plein droit en charge de l'orientation de la société. L'Autorité des marchés financiers autorise que la détermination de l'orientation des sociétés soit assurée par une personne non dirigeant social, sous les conditions suivantes :

- la personne est investie de compétences opérationnelles au sein de la société ;
- la personne est nommée pour exercer ses fonctions aux côtés d'un dirigeant social ;
- la nomination définit les compétences opérationnelles de la personne qui doivent être identiques à celles du dirigeant social pour l'exercice des fonctions de détermination de l'orientation ;
- la personne est nommée, et révocable, par l'organe chargé de désigner les dirigeants sociaux de la société, voire les statuts dans le cas de la SAS.

3

La délégation de gestion financière

Les évolutions récentes dans l'industrie de la gestion se traduisent par un développement des délégations de gestion.

Alors que le régulateur a récemment précisé les conditions dans lesquelles pouvait s'exercer une délégation de gestion financière dans le domaine de la multigestion alternative¹⁴, de nombreux groupes financiers internationaux réorganisent aujourd'hui leur structure au plan européen afin de rationaliser leur processus de production et de réaliser des économies d'échelle. Cette évolution se traduit par la mise en place de pôles de gestion spécialisés au sein de chaque groupe : les différentes sociétés de gestion du groupe implantées localement délèguent alors la gestion financière des poches d'actifs correspondant à des pôles de gestion spécialisés.

La mise en place d'une délégation de gestion financière a généralement pour objet de permettre à une société de gestion de faire bénéficier ses clients (porteurs d'OPCVM ou mandants) de l'expertise d'une autre société sur une classe d'actifs très spécialisée : ainsi, une société de gestion d'un OPCVM actions internationales peut déléguer la gestion financière de la partie actions asiatiques à une société de gestion spécialisée. La valeur ajoutée de la société de gestion délégante réside alors dans sa capacité à sélectionner la société de gestion spécialisée et à contrôler la délégation.

La COB a défini les conditions dans lesquelles une société de gestion peut déléguer la gestion financière des actifs gérés pour le compte de tiers à une autre société de gestion à l'article 1.15 de son instruction du 17 décembre 1996 et au chapitre II de son instruction du 15 décembre 1998.

¹² Bulletin mensuel COB n° 382 de septembre 2003.

¹³ L'article L. 532-9.4 indique, notamment, que la société de gestion de portefeuille « est dirigée effectivement par des personnes possédant l'honorabilité et la compétence nécessaires ainsi que l'expérience adéquate à leurs fonctions ». Bien que la loi ne précise pas le nombre de personnes, l'emploi du pluriel suppose un minimum de deux dirigeants. En pratique, la COB exige au moins deux dirigeants.

¹⁴ Position publiée sur son site internet en octobre 2003.

Elle les a précisées à l'occasion de nombreux dossiers de délégation de gestion soumis à son agrément à deux titres : agrément du programme d'activité de la société de gestion délégante, agrément de la délégation de gestion portant sur un OPCVM si cette délégation porte sur plus de 30 % de l'actif du fonds.

Trois conditions posées par l'instruction COB du 17 décembre 1996 doivent être précisées : la conformité de la délégation de gestion financière à l'agrément du délégant¹⁵, le principe de permanence des moyens¹⁶ et l'efficacité du contrôle de la délégation.

La diversité des types de délégation de gestion amène un examen au cas par cas. Afin de tenir compte du cas des sociétés de gestion déléguant une part importante, voire majoritaire, des actifs sous gestion, un faisceau de critères est retenu :

- au plan quantitatif, sur le chiffre d'affaires et les encours des fonds délégués ;
- au plan qualitatif, sur le maintien des compétences nécessaires aux contrôles de la délégation et aux missions dont la société de gestion est responsable vis-à-vis de l'investisseur.

Le cas particulier d'une délégation de gestion à la maison mère a amené le régulateur à demander que :

- un plan de contrôle interne exhaustif de la société mère, détaillé et mis à jour annuellement, soit intégré à la convention de délégation ;
- les exigences sur l'information de la société de gestion délégante en cas de détection d'une anomalie par le contrôle interne de la société de gestion délégataire soient également détaillées dans la convention de délégation.

L'exigence d'implication de la société fille dans l'élaboration du plan de contrôle et le contrôle de sa mise en œuvre par cette dernière est essentiel. Par ailleurs, la responsabilité du délégant vis-à-vis de l'investisseur reste entière.

D

Le démarchage et les conseillers en investissements financiers (CIF)

En réformant la législation du démarchage en matière bancaire et financière¹⁷, par le biais notamment d'une unification des régimes existants, et en créant un statut de conseillers en investissements financiers¹⁸, le législateur a souhaité renforcer la sécurité des épargnants dans le domaine de la distribution des produits financiers et des conseils qui peuvent y être associés. Les décrets d'application de la loi de sécurité financière relatifs, d'une part à l'organisation et à l'enregistrement des données concernant les démarcheurs et, d'autre part à la définition des principes d'honorabilité et de compétence des démarcheurs et des conseillers en investissements financiers devraient être prochainement publiés.

1

Le démarchage

En unifiant le cadre juridique du démarchage en matière bancaire et financière, le législateur a poursuivi trois objectifs principaux :

- donner une définition du démarchage adaptée aux techniques existantes ;
- préciser les règles relatives à l'exercice de cette activité ;
- mettre en place un régime de sanctions strictes mais adaptées.

1/a

La définition du démarchage bancaire ou financier

Les actes matériels du démarchage

La loi de sécurité financière définit les actes constitutifs du démarchage par :

- *une prise de contact non sollicitée* : ce critère suppose une démarche active du démarcheur ;
- *par quelque moyen que ce soit* : cette précision permet de s'assurer de la pérennité de la loi, et d'envisager tous les moyens présents et futurs ;
- avec une personne physique ou morale « déterminée » afin de distinguer le démarchage de la publicité ;
- *en vue d'obtenir un accord* : la nouvelle définition permet de faire la différence entre conseil et offre de services et supprime aussi la notion d'activité « habituelle » retenue dans les textes abrogés ;
- *portant sur la réalisation d'opérations ou la fourniture de services déterminés*.

En outre, le nouvel article L. 341-1 du code monétaire et financier dispose : « *constitue également un acte de démarchage [...], quelle que soit la personne à l'initiative de la démarche, le fait de se rendre physiquement au domicile des personnes, sur leur lieu de travail ou dans des lieux non destinés à la commercialisation de produits, instruments financiers et services financiers, en vue des mêmes fins* ».

Le législateur fait référence au lieu du démarchage uniquement pour le démarchage par visite physique du démarcheur.

Les exceptions

En délimitant les contours du démarchage, la loi prévoit également des dérogations justifiées par la qualité de la personne visée, par le lieu où la démarche est effectuée, ou encore par l'objet de la démarche.

Sont ainsi exclus du champ du démarchage :

- *la prise de contact avec certaines personnes* : exclusion des prises de contact avec des investisseurs qualifiés ou avec des personnes morales dont le total du bilan, le chiffre d'affaires, le montant des actifs gérés, les recettes ou les effectifs sont supérieurs à un seuil qui sera fixé par décret, exclusion des opérations de démarchage avec des personnes déjà clientes de la personne pour le compte de laquelle le démarchage a lieu, dès lors que l'opération proposée s'inscrit - à raison de sa nature, des instruments financiers proposés, des risques ou des montants en cause - dans le champ

¹⁵ La délégation de gestion financière doit être conforme tant à l'agrément du délégant qu'à celui du délégataire : elle ne peut porter que sur les opérations et les produits autorisés ou les marchés couverts par les agréments du délégant et du délégataire.

¹⁶ La délégation de gestion ne doit pas être contraire au principe de permanence des moyens.

¹⁷ Articles 50 à 54 de la loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003 de sécurité financière.

¹⁸ Article 55 de la loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003 de sécurité financière.

des opérations habituellement proposées à cette personne. *A contrario*, les règles du démarchage s'appliquent donc aux produits d'une nature différente de ceux auxquels le client est habitué ;

- *la prise de contact dans certains types de lieux* : exclusion des démarches dans les locaux professionnels des personnes morales à la demande de celles-ci ou dans les locaux des personnes habilitées par nature à procéder au démarchage. Toutefois, cette exception ne s'applique pas aux services financiers des sociétés de crédit contractuellement liées aux entreprises de grande distribution, dès lors que ces locaux sont situés dans les magasins de grande surface dans lesquels le consommateur effectue ses achats ;
- *l'objet de la démarche* concerne l'ingénierie financière¹⁹, les contrats de crédits affectés et les locations ventes ou les locations avec option d'achat, et les ventes à tempérament.

La finalité du démarchage

Le législateur a défini²⁰, les produits susceptibles d'être proposés par les démarcheurs, afin d'empêcher que les épargnants prennent des risques trop importants.

Ainsi, le législateur a interdit plusieurs produits en fonction des risques qu'ils présentent. Il s'agit :

- des produits pour lesquels le risque maximum n'est pas connu au moment de la souscription ou pour lesquels le risque de perte est supérieur au montant de l'apport financier initial : cette disposition vise essentiellement les produits dérivés et non pas les instruments financiers classiques tels que les actions et obligations, le prix étant connu à l'avance. Une exception a été faite pour les parts de sociétés civiles immobilières ;
- des produits non autorisés à la commercialisation sur le territoire français ;
- des FCIMT²¹ et des FCC²² ;
- des instruments financiers non admis aux négociations sur les marchés réglementés.

1/b

Les personnes autorisées à démarcher

La loi détermine expressément les personnes autorisées à procéder à des actes de démarchage et distingue :

- *les personnes agissant en leur propre nom*²³ : les professionnels de la banque, de la finance et de l'assurance, les entreprises dans le cadre des dispositifs d'intéressement, de participation et de plan d'épargne salariale et les conseillers en investissements financiers ;
- *les personnes agissant en qualité de mandataire* : les personnes se livrant au démarchage au titre d'un mandat peuvent être des personnes physiques ou des personnes morales. Le mandataire de ces personnes sont les personnes agissant en leur propre nom ;
- *les personnes agissant en qualité de salarié ou d'employé* : il s'agit des salariés ou employés des personnes visées à l'article L. 341-3 du code monétaire et financier.

Les personnes morales ayant délivré le mandat sont civilement responsables du fait des démarcheurs agissant en cette qualité. Par ailleurs, les personnes morales habilitées à procéder au démarchage demeurent responsables du fait des salariés des personnes morales qu'elles ont mandatées.

Conditions à remplir pour être démarcheur

Aux termes de la loi, tout démarcheur doit :

- remplir des conditions d'âge, d'honorabilité et de compétences professionnelles fixées par décret, et ne pas avoir été condamné depuis moins de 10 ans à une infraction visée à l'article L. 341-9 du code monétaire et financier ;
- être enregistré par le mandant auprès de l'autorité de laquelle relèvent les activités, ou plus exactement la nature du mandant (CECEI, AMF et Comité des entreprises d'assurances), sur un fichier librement consultable par le public et géré conjointement par les autorités précitées ;
- pour les personnes se livrant à un acte de démarchage impliquant un déplacement physique, être titulaire d'une carte de démarchage, délivrée par la ou les personnes pour lesquelles il agit. Le démarcheur peut donc avoir plusieurs cartes ;
- s'assurer, afin de couvrir les conséquences pécuniaires d'une éventuelle mise en œuvre de sa responsabilité civile.

Un fichier commun des démarcheurs sera tenu par les autorités compétentes et sera accessible au public, selon des modalités fixées par décret, pris après avis de la CNIL²⁴.

Les modalités d'enregistrement des personnes morales et physiques se livrant à une activité de démarchage seront précisées par décret.

Les règles de bonne conduite

Dans un souci de protection des personnes démarchées, la loi de sécurité financière impose aux démarcheurs de :

- s'informer sur la situation de la personne démarchée (situation financière, expérience en matière financière, objectifs poursuivis) afin d'adapter son offre de produits ou de services ;
- informer la personne démarchée, de manière écrite, sur la qualité du démarcheur, de l'établissement pour le compte duquel le démarchage est effectué, des produits ou services proposés, des conditions de l'offre et de l'existence ou non d'un droit de rétractation ;
- respecter un délai de réflexion ou de rétraction. Le délai de rétractation, fixé à 14 jours, à compter de la date de réception par la personne démarchée du contrat, est limité dans la mesure où la loi exclut les services de réception-transmission d'ordres pour le compte de tiers et la fourniture d'instruments financiers. Dans ce cas, le délai de rétractation est remplacé par un délai de réflexion de 48 heures, à condition qu'elle n'ait pas fait l'objet d'un démarchage à distance. Ce délai de réflexion court à compter du lendemain de la remise du récépissé établissant l'accomplissement par le démarcheur de

¹⁹ Est exclue du champ du démarchage bancaire ou financier la fourniture aux personnes morales de prestations de conseil en matière de structure du capital, de stratégie industrielle, de fusion et de rachat.

²⁰ Article L. 341-10 du code monétaire et financier.

²¹ FCIMT : Fonds commun d'intervention sur les marchés à terme.

²² FCC : Fonds commun de créances.

²³ Personnes visées à l'article L. 341-3 du code monétaire et financier.

²⁴ Commission nationale de l'informatique et des libertés.

son obligation pré-contractuelle d'information des produits ou services.

1/c

Les sanctions applicables aux démarcheurs

Il convient de distinguer les infractions pénales, relatives aux relations entre le démarcheur et les personnes démarchées ou au statut de démarcheur et aux produits proposés²⁵, des sanctions disciplinaires pouvant être prononcées contre les démarcheurs pour tout manquement aux lois, règlements et obligations professionnelles par l'autorité dont ils relèvent (Autorité des marchés financiers, Commission bancaire ou Commission de contrôle des assurances, des mutuelles et des institutions de prévoyance).

2

Les conseillers en investissements financiers

La loi définit le contenu de l'activité de conseiller en investissements financiers et instaure une auto-régulation partielle de la profession.

2/a

La définition du conseiller en investissements financiers (CIF) et les conditions d'accès à la profession

Définition de l'activité

Aux termes de l'article L. 541-1, I du code monétaire et financier, les conseillers en investissements financiers sont les personnes qui exercent :

- à titre de profession habituelle ;
- une activité de conseil : le statut de conseiller en investissements financiers ne porte pas sur des activités telles que la gestion ou le démarchage. Néanmoins, un conseiller en investissements financiers peut être mandaté par un établissement pour exercer une activité de démarchage ; dans ce cas, il est également soumis aux dispositions applicables aux démarcheurs ;
- portant sur : la réalisation d'opérations sur instruments financiers, la réalisation d'opérations de banque ou d'opérations connexes, la fourniture de services d'investissement ou de services connexes, la réalisation d'opérations sur biens divers.

En revanche, les services d'investissement de réception-transmission d'ordres et de gestion de portefeuille pour le compte de tiers ne sont pas autorisés aux conseillers en investissements financiers. Ces deux activités réglementées nécessitent un agrément spécifique de prestataire de services d'investissement.

Définition des personnes conseillers en investissements financiers

La loi nouvelle vise à s'appliquer à des professionnels, personnes physiques ou morales, qui ne faisaient pas, jusqu'à présent, l'objet d'un statut spécifique mais qui se livrent depuis longtemps, et en nombre, au conseil financier sous des appellations variables : conseillers financiers, conseillers en gestion de patrimoine, experts financiers, etc.

A contrario, la loi exclut du champ d'application des conseillers en investissements financiers, les sociétés

et personnes ou professions soumises à une réglementation spécifique, soit :

- les établissements de crédit, les entreprises d'investissement, les entreprises d'assurance, le Trésor public, la Banque de France, les services financiers de La Poste, l'Institut d'émission des départements d'outre-mer, l'Institut d'émission d'outre-mer et la Caisse des dépôts et consignations ;
- les professions réglementées « exerçant une activité de conseil en investissements financiers dans les limites de cette réglementation ». Ainsi sont exclus les notaires, les avocats, les experts comptables qui peuvent à titre uniquement accessoire donner des conseils de ce type dans la mesure où ils respectent les limites fixées par les dispositions relatives à leur profession.

2/b

Les conditions d'exercice de l'activité de CIF

Conditions d'accès à la profession

La loi de sécurité financière a restreint l'accès aux conseillers en investissements financiers en soumettant l'accès de la profession aux conditions suivantes :

- des conditions d'âge et d'honorabilité qui seront déterminées par décret soumis à l'avis du Conseil d'État ;
- des conditions de compétences professionnelles qui seront fixées par le règlement général de l'AMF ;
- un enregistrement sur une liste tenue par une association professionnelle agréée par l'AMF ;
- une assurance de responsabilité civile.

Les obligations des conseillers en investissements financiers

En outre, les conseillers en investissements financiers doivent satisfaire à des prescriptions législatives et à un code de bonne conduite.

S'agissant des règles législatives, les CIF ne pourront à titre habituel et rémunéré donner des consultations juridiques ou rédiger des actes sous seing privé pour autrui, ni recevoir des fonds autres que ceux destinés à rémunérer leur activité de conseil en investissements financiers.

Les règles de bonne conduite, quant à elles, seront rédigées par les associations régissant la conduite de l'activité professionnelle des conseillers en investissements financiers. Elles constitueront un code de bonne conduite qui devra respecter un minimum de prescriptions prévues par le règlement général de l'AMF.

2/c

Le contrôle des CIF par les associations

Le législateur a organisé un contrôle indirect des conseillers en investissements financiers par le biais des associations professionnelles.

Ces dernières devront enregistrer les conseillers en investissements financiers et leur attribuer un numéro d'enregistrement, après avoir vérifié qu'ils satisfont aux conditions d'accès à la profession.

²⁵ Articles L. 353-1 et L. 353-2 du code monétaire et financier.

Une liste des CIF enregistrés par les associations sera transmise à l'AMF, elle sera consultable par le public sur le site internet de l'AMF.

Les modalités de mise à jour et de tenue de cette liste devront être précisées par un décret, soumis à l'avis de la CNIL²⁶. La loi prévoit également que ce décret précise les modalités et les conditions d'attribution du numéro d'enregistrement.

2/d
Le rôle de l'Autorité des marchés financiers

Dans l'encadrement des conseillers en investissements financiers, la loi confie à l'Autorité des marchés financiers un rôle de régulation et de contrôle.

L'AMF aura ainsi à définir dans son règlement général :

- les conditions de compétences professionnelles minimales des conseillers en investissements financiers ;
- les règles minimales de bonne conduite des conseillers en investissements financiers ;
- les conditions d'agrément des associations auxquelles doivent adhérer les conseillers en investissements financiers.

S'agissant des contrôles, l'Autorité des marchés financiers aura une triple compétence en agréant les associations auxquelles les conseillers en investissements financiers devront adhérer en approuvant le code de bonne conduite élaboré par les associations, enfin en étant habilitée à contrôler directement les conseillers en investissements financiers, voire en les sanctionnant en cas de manquements aux lois, règlements et obligations professionnelles.

2 LES OPCVM GÉNÉRAUX

Reprenant les compétences de la COB, l'Autorité des marchés financiers est seule habilitée à agréer la constitution, la transformation, la fusion, la scission ou la liquidation des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)²⁷.

L'examen de l'AMF porte sur la régularité et la cohérence financière de l'OPCVM lui-même. Dans ce cadre, elle vérifie les informations qui figurent dans la notice d'information (désormais, le prospectus) établie par chaque fonds pour être remise aux investisseurs.

A Les produits à vocation générale : bilan des agréments 2003

1 Les agréments délivrés aux OPCVM à vocation générale

Pour la deuxième année consécutive, le régulateur a enregistré une baisse du nombre d'agréments délivrés : - 15 % par rapport à l'année 2002. Au cours de l'année, 725 nouveaux OPCVM ont été agréés, répartis entre 697 FCP et 28 SICAV.

L'année 2003 est à nouveau marquée par le succès des OPCVM garantis ou assortis d'une protection qui représentent à eux seuls le quart des sommes collectées sur les nouveaux OPCVM.

RÉPARTITION DES NOUVEAUX OPCVM AGRÉÉS EN 2003 PAR CATÉGORIE					
CLASSIFICATION	NOMBRE D'OPCVM AGRÉÉS EN 2003	RÉPARTITION EN %	ENCOURS* DES FONDS AGRÉÉS EN 2003	RÉPARTITION EN %	RÉPARTITION DE L'ENCOURS DE L'ENSEMBLE DES OPCVM** AU 31/12/03
Actions françaises	14	1,9%	0,5	1,2%	5,1%
Actions de pays de la zone euro	37	5,0%	2,8	6,7%	3,5%
Actions des pays de la Communauté européenne	38	5,2%	0,6	1,4%	1,9%
Actions internationales	71	9,8%	3,0	7,2%	6,5%
Oblig/titres de créance libellés en euro	79	10,9%	5,9	14,1%	10,7%
Oblig/titres de créance internationaux	18	2,5%	0,7	1,7%	7,3%
Monétaire euro	33	4,6%	10,0	23,9%	36,0%
Monétaire à vocation internationale	NS	NS	NS	NS	0,1%
Diversifié	253	34,9%	8,7	20,8%	22,4%
Garanti ou assorti d'une protection	182	25,1%	9,7	23,2%	6,4%
TOTAL	725	100%	41,9	100%	100%

Source : AMF
* en milliards d'euros - ** OPCVM nourriciers inclus

26
Commission nationale
de l'informatique
et des libertés.

27
Article L. 214-3
du code monétaire
et financier.

2 L'agrément des transformations d'OPCVM

Au cours de l'année, le régulateur a agréé 3 792 transformations d'OPCVM, soit une hausse de 46 % par rapport à l'année 2002. Cela s'explique essentiellement par la poursuite des mises à jour des notices et règlements des FCPE en application de la réforme de l'épargne salariale introduite par la loi du 19 février 2001.

Les opérations de rationalisation de gammes se sont également poursuivies mais à un rythme moins soutenu : 274 fusions entre OPCVM ont été enregistrées en 2003, contre 312 au cours de l'année 2002. Les autres transformations notables concernent des changements de société de gestion, de dépositaire, de commissaire aux comptes, des modifications relatives aux délégations de gestion administrative ou comptable, des changements de dénomination.

3 L'enregistrement des OPCVM bénéficiant d'une procédure allégée

Créés en 1998²⁸, les OPCVM bénéficiant d'une procédure allégée ne sont pas soumis à l'agrément de l'autorité de régulation mais à une simple procédure déclarative. Leurs règles d'investissement sont en outre assouplies. En contrepartie, ces OPCVM sont réservés aux investisseurs qualifiés ou aux personnes investissant plus de 500.000 euros. Le cadre des OPCVM à procédure allégée est utilisé d'une part pour les fonds communs de placement à risque (FCPR) et d'autre part pour des OPCVM à vocation générale.

La loi de sécurité financière a créé en substitution de ces OPCVM (hors FCPR) deux nouveaux produits : les OPCVM agréés à règles d'investissement allégées et les OPCVM contractuels. La mise en place de ces deux nouveaux produits devrait être effective à la mi-2004.

En 2003, 140 OPCVM bénéficiant d'une procédure allégée ont été enregistrés.

Au 31 décembre 2003, on recense 637 OPCVM à vocation générale bénéficiant d'une procédure allégée contre 585 l'année précédente. L'encours total s'élève à 69,8 milliards d'euros au 31 décembre 2003, contre 58,4 en 2002, 41,3 en 2001 et 30,8 en 2000.

Il convient de souligner que sur cet encours, un fonds, géré par la société Eiposte Gestion, représente à lui seul 28,3 milliards d'euros (25,3 milliards d'euros en 2002).

4 Les fonds communs d'intervention sur les marchés à terme (FCIMT)

Au 31 décembre 2003, 28 fonds communs d'intervention sur les marchés à terme étaient en activité contre 29 l'année précédente à la suite de deux créations et de trois dissolutions²⁹. L'encours total des FCIMT, en hausse de 16,2 %, s'élève à 971,9 millions d'euros en 2003 contre 836,3 millions d'euros en 2002 (voir tableau page suivante).

La performance moyenne de l'ensemble des FCIMT s'établit à + 2,8 %. On observe néanmoins une grande diversité dans les résultats individuels puisque le fonds le plus performant a vu sa valeur liquidative augmenter de 114 % et le moins performant, chuter de 64 %. Les deux tiers des FCIMT terminent l'année 2003 avec une performance positive.

RÉPARTITION DES OPCVM BÉNÉFICIAIRE D'UNE PROCÉDURE ALLÉGÉE AU 31 DÉCEMBRE 2003 PAR CATÉGORIE

CLASSIFICATION	NOMBRE DE FONDS	ENCOURS AU 31/12/2003*	RÉPARTITION DES ENCOURS EN %
Actions françaises	1	0,1	0,1%
Actions de pays de la zone euro	10	0,6	0,9%
Actions des pays de la communauté européenne	4	0,2	0,3%
Actions internationales	33	1,2	1,7%
Oblig/titres de créance libellés en euro	61	2,3	3,3%
Oblig/titres de créance internationaux	20	29,9	42,8%
Monétaire euro	31	9,3	13,3%
Monétaire à vocation internationale	4	0,3	0,4%
Diversifié	363	23,0	33,0%
Garanti ou assorti d'une protection	110	2,9	4,2%
TOTAL	637	69,8	100 %

* Encours en milliards d'euros

Source : AMF

²⁸ Rapport annuel
COB 1998,
page 124.

²⁹ Deux dissolutions
intervenues en 2002
n'ont été déclarées
à la COB qu'en 2003.

RÉPARTITION DES FCIMT EN FONCTION DE LEUR ENCOURS (Encours en millions d'euros)

	ENCOURS			TOTAL
	> 100 M€	ENTRE 10 ET 100 M€	< À 10 M€	
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

5 Les autorisations de commercialisation d'OPCVM de droit étranger

Au 31 décembre 2003, 3 052 OPCVM ou compartiments coordonnés agréés dans d'autres pays européens bénéficiaient d'autorisation de commercialisation par le régulateur français et pouvaient être proposés en France. Ils se répartissaient entre 76 fonds sans compartiment et 226 fonds avec compartiments (avec une moyenne de 12 compartiments par fonds).

En 2003, le régulateur a délivré 402 autorisations de commercialisation, en baisse par rapport à l'année précédente (461 autorisations). Dans la répartition par pays d'origine, on note la part toujours prédominante du Luxembourg (74 %) et la hausse de celle de l'Irlande (24 %) par rapport aux années précédentes, au détriment des demandes en provenance du Royaume-Uni.

B Les produits à vocation générale : l'évolution des encours

Parallèlement au retournement de tendance des marchés intervenu en 2003, l'encours des OPCVM à vocation générale a renoué avec la croissance avec une hausse proche de 12,5 % sur un an, avec un encours des OPCVM à vocation générale³⁰ au 31 décembre passant de 749,6 milliards d'euros à 843,6 milliards d'euros (hors fonds nourriciers). Cette hausse résulte :

- d'un effet prix de 6 %, lié pour l'essentiel à l'évolution des marchés actions ;
- d'un effet de collecte nette de 6,5 %, en léger repli par rapport à l'an passé. Ce repli s'explique essentiellement par un tassement de la collecte des OPCVM monétaires.

En tenant compte de l'encours des OPCVM nourriciers, le montant total de l'actif net des OPCVM au 31 décembre 2003 est en augmentation de 13,2 % à 909,4 milliards d'euros contre 803,1 milliards d'euros au 31 décembre 2002.

La croissance du nombre de produits enregistrés en France en 2003 est restée modérée. On dénombre au 31 décembre 2003, 7 906³¹ OPCVM à vocation générale, répartis entre 1 108 SICAV et 6 798 FCP. Le nombre de SICAV a diminué de 69 unités par rapport à 2002 et leur encours de 0,8 %. En revanche, le nombre de FCP a augmenté de 184 unités, ils représentent 86 % des produits proposés et 68 % de l'encours des OPCVM à vocation générale.

RÉPARTITION DES OPCVM (HORS NOURRICIERS) PAR CATÉGORIE (Encours en milliards d'euros)

	AU 31/12/2002			AU 31/12/2003			VARIATION
	Encours	Répartition en %	Nbre d'OPCVM	Encours	Répartition en %	Nbre d'OPCVM	DE L'ENCOURS
OPCVM Action	121,9	16,3 %	1 778	148,6	17,6 %	1 763	21,9 %
OPCVM Obligation	142,3	19,0 %	1 185	158,0	18,8 %	1 178	11,0 %
OPCVM Monétaire	264,7	35,3 %	486	280,6	33,2 %	465	6,0 %
OPCVM Diversifié	174,8	23,3 %	2 946	198,2	23,5 %	2 960	13,4 %
OPCVM Garanti	45,9	6,1 %	809	58,2	6,9 %	898	26,8 %
TOTAL	749,6	100,0%	7 204	843,6	100,0%	7 264	12,5%

Source : AMF

³⁰ Afin d'éviter toute interprétation erronée et de permettre des comparaisons internationales cohérentes, il paraît nécessaire de rappeler la définition des concepts utilisés dans les statistiques concernant la gestion pour le compte de tiers : les OPCVM à vocation générale comprennent tous les OPCVM de droit français agréés par la Commission exceptés les FCPE, les FCPR, les FCPI et les OPCVM européens faisant l'objet d'une autorisation de commercialisation en France. L'encours correspond à la valeur des actions ou des parts commercialisées en France et dans les autres pays européens pour les OPCVM de droit français bénéficiant d'un passeport. Enfin, les OPCVM nourriciers sont exclus des encours car leur actif est intégralement investi dans leur OPCVM maître.

³¹ Y compris les OPCVM nourriciers.

1 Les effets prix et collecte nette

Encours en milliards d'euros

	ENCOURS AU 31/12/2003	EFFET COLLECTE	EFFET PRIX	DONT COUPONS	ENCOURS AU 31/12/2003
OPCVM (HORS NOURRICIERS)					
OPCVM actions	121,9	6,5	21,2	1,0	148,6
OPCVM obligations	142,3	13,5	4,1	1,9	158,0
OPCVM monétaires	264,7	12,2	5,3	1,6	280,6
OPCVM diversifiés	174,8	11,7	12,9	1,2	198,2
OPCVM garantis	45,9	10,5	2,1	0,3	58,2
TOTAL	749,6	54,5	45,6	6,0	843,6

Source : AMF

L'évolution très favorable des marchés d'actions a considérablement amélioré les performances des OPCVM actions dont l'effet prix s'est établi en moyenne à + 17,4 % (parts de capitalisation). L'année 2003 n'est toutefois pas marquée par une reprise de la collecte des OPCVM actions qui bien que positive ne représente que 12,9 % de la collecte totale.

Les investisseurs ont encore privilégié les placements défensifs puisque la collecte des OPCVM obligataires et celle des OPCVM monétaires représentent respectivement 24,8 % et 22,4 % de la collecte totale. Le succès des OPCVM garantis se confirme d'année en année puisqu'en 2003 l'encours levé sur ces fonds a représenté 10,5 milliards d'euros.

Depuis la fin de l'année 2000, plus de 180 milliards d'euros ont été investis dans les OPCVM à vocation générale de droit français, démontrant ainsi le fort attrait des investisseurs pour ce type d'instruments financiers.

La répartition est relativement stable depuis trois ans : 35 % dans les OPCVM monétaires, 23 % dans les OPCVM actions, 17 % dans les OPCVM diversifiés, 14 % dans les OPCVM garantis et 11 % dans les OPCVM obligations. Sur la même période, l'effet prix a représenté un impact négatif de l'ordre de 60 milliards d'euros, imputable aux OPCVM actions et diversifiés.

2 L'analyse selon la classification des OPCVM

L'évolution des OPCVM actions est marquée par les caractéristiques suivantes :

- les portefeuilles des OPCVM actions continuent de s'internationaliser en 2003 puisque 69,8 % d'entre eux sont classés actions des pays de la Communauté européenne, actions des pays de la zone euro ou actions internationales, contre 65,3 % en 2002, 60,8 % en 2001 et 55,2 % en 2000.

TABLEAU RÉCAPITULATIF (Encours en milliards d'euros)

EFFETS PRIX ET COLLECTE DE L'ENSEMBLE DES OPCVM À VOCATION GÉNÉRALE (HORS NOURRICIERS) DEPUIS 2001							
	2001		2002		2003		TOTAL
	Encours	Répartition en %	Encours	Répartition en %	Encours	Répartition en %	Depuis le 31/12/2000
Effet collecte monétaires	27,9	41,8 %	23,9	39,7 %	12,2	22,4 %	64
Effet collecte actions	21,0	31,4 %	14,8	24,6 %	6,5	11,9 %	42,3
Effet collecte diversifiés	8,0	12,0 %	10,9	18,1 %	11,7	21,5 %	30,6
Effet collecte garantis	5,1	7,6 %	9,1	15,1 %	10,5	19,3 %	24,7
Effet collecte obligations	4,8	7,2 %	1,5	2,5 %	13,5	24,8 %	19,8
TOTAL COLLECTE	66,9	100,0 %	60,2	100,0 %	54,4	100,0 %	181,5
Effet prix monétaires	7,5		7,8		5,3		20,6
Effet prix actions	- 36,5		- 55,8		21,2		- 71,1
Effet prix diversifiés	- 14,5		- 25,9		12,9		- 27,5
Effet prix garantis	- 0,7		- 0,6		2,1		0,8
Effet prix obligations	5,4		8,1		4,1		17,6
TOTAL PRIX	- 38,7		- 66,4		45,6		- 59,5

Source : AMF

RÉPARTITION DES OPCVM PAR CATÉGORIE EN FONCTION DE LEUR ENCOURS DEPUIS 2001 (HORS NOURRICIERS) en milliards d'euros

	AU 31/12/2001		AU 31/12/2002		AU 31/12/2003	
	Encours	Répartition en %	Encours	Répartition en %	En cours	Répartition en %
Actions françaises	64,5	8,5 %	42,3	5,6 %	44,8	5,3 %
Actions des pays de la CE	-	0,0 %	-	0,0 %	17,1	2,0 %
Actions de pays de la zone euro	30,8	4,0 %	26,0	3,5 %	30,6	3,6 %
Actions internationales	68,5	9,0 %	49,1	6,6 %	56,1	6,7 %
Oblig/titres de créance libellés en euro	89,3	11,7 %	86,4	11,5 %	93,2	11,0 %
Oblig/titres de créance internationaux	45,8	6,0 %	56,0	7,5 %	64,8	7,7 %
Monétaire euro	231,8	30,5 %	263,5	35,2 %	279,4	33,1 %
Monétaire à vocation internationale	1,8	0,2 %	1,2	0,2 %	1,2	0,1 %
Diversifié	190,5	25,0 %	174,8	23,3 %	198,2	23,5 %
Garanti ou assorti d'une protection	37,6	4,9 %	45,9	6,1 %	58,2	6,9 %
TOTAL	760,6	100,0 %	749,6	100,0 %	843,6	100,0 %

Source : AMF

- Une légère progression du pourcentage de leur encours qui représente 17,6 % des encours globaux contre 16,2 % en 2002 et plus de 21 % en 2001 ;

La croissance de l'encours des OPCVM monétaires décélère. Avec 280,6 milliards d'euros, leur part de l'encours global reste stable à 33,1 % (contre 35,2 % en 2002 et 30,5 % en 2000). En dépit du faible niveau des taux d'intérêt la collecte reste nettement positive à environ 12 milliards d'euros.

L'encours des OPCVM obligataires augmente de 11 % à 158 milliards d'euros contre 142,4 milliards d'euros en 2002.

L'effet collecte contribue aux trois quarts à cette augmentation. Le nombre d'OPCVM diversifiés augmente de 14 unités pour s'établir à 2 960 pour un encours de 198,2 milliards d'euros (+ 13,3 % sur un an avec un effet prix positif de 7,4 %). Les fonds diversifiés représentent en nombre 40 % et en valeur 23,4 % de l'ensemble des OPCVM à vocation générale.

Le succès des OPCVM garantis se confirme avec une augmentation de plus de 26 % de leur encours à 58,2 milliards d'euros contre 45,9 milliards d'euros un an auparavant.

RÉPARTITION DES OPCVM PAR CLASSIFICATION EN FONCTION DE LA TAILLE DE LEUR ENCOURS (Y COMPRIS NOURRICIERS)

Encours cumulés en milliards d'euros au 31/02/2003

	> 1 MM		[0,5-1] MM		[0,1-0,5] MM		[50-100] M		[10-50] M		< 10 M		TOTAL G ^{AL}	
	Nbre	Encours	Nbre	Encours	Nbre	Encours	Nbre	Encours	Nbre	Encours	Nbre	Encours	Nbre	Encours
Actions françaises	8	13,75	12	7,89	71	16,73	59	4,18	144	3,61	131	0,52	425	46,7
Actions de pays de la zone euro	6	10,18	6	3,37	53	11,68	47	3,43	125	3,23	96	0,36	333	32,3
Actions des pays de la C.E.	2	3,17	6	4,22	31	6,31	20	1,40	88	2,21	88	0,35	235	17,7
Actions internationales	3	4,72	12	0,77	145	27,96	123	8,53	348	9,00	310	1,33	941	59,3
Oblig/titres de créance libellés en €	14	21,56	15	9,68	207	45,36	144	10,61	350	9,03	218	0,96	948	97,2
Oblig/titres de créance internationaux	5	38,13	6	3,60	74	15,01	80	5,85	125	3,24	44	0,19	334	66,1
Monétaire euro	80	226,63	63	44,59	190	46,43	78	5,72	133	3,67	80	0,29	624	327,4
Monétaire à vocation internationale	0	0,00	0	0,00	4	0,65	6	0,40	6	0,14	7	0,02	23	1,2
Diversifié	18	35,01	44	31,27	400	81,63	338	23,58	1093	26,83	1245	4,86	3138	203,3
Garanti ou assorti d'une protection	0	0,00	9	5,66	151	30,70	146	10,45	422	10,45	177	0,90	905	58,2
TOTAL	136	353,14	173	117,97	1326	282,47	1041	74,16	2834	71,41	2396	9,78	7906	909,4
%	1,7%	38,8%	2,2%	13,0%	16,8%	31,1%	13,2%	8,2%	35,9%	7,9%	30,3%	1,1%	100,0%	100,0%

Source : AMF

3 L'impact de la taille des OPCVM

La gestion française se caractérise par un très grand nombre de produits, le cas échéant pour des encours très faibles :

- l'éclatement est privilégié par la forme très souple du fonds commun de placement ;
- environ 30 % des OPCVM à vocation générale (2 400 fonds) représentent moins de 1 % des encours. *A contrario*, 309 OPCVM (3,9 % du nombre total des fonds) assurent la gestion de plus de 471 milliards d'euros, soit 51 % du total des encours ;
- concernant plus particulièrement les OPCVM diversifiés, on constate que 2 338 fonds (74,5 % des fonds de la classification et 29,5 % des OPCVM à vocation générale) gèrent moins de 16 % de l'encours de la catégorie et de 4 % de celui des OPCVM ;
- si on compare la situation des OPCVM de droit français avec les « mutual funds » américains, on constate qu'un nombre de fonds à peu près égal représente un encours neuf fois supérieur outre-Atlantique.

À cette occasion, le cadre juridique des OPCVM a été modifié, intégrant les conclusions du groupe de travail sur les frais³⁵ et les réflexions menées sur l'innovation financière (OPCVM de fonds alternatifs, fonds à formule et dérivés de crédit).

Cette transposition a nécessité une modification des textes suivants :

- code monétaire et financier, par la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 ;
- décrets n° 89-623 et 89-624³⁶ ;
- règlements COB n° 96-03 et n° 89-02³⁷ ;
- instruction de la COB relative au prospectus complet des OPCVM.

1 Le standard européen

Les textes modifiés définissent un cadre minimal conforme aux directives OPCVM, destiné à protéger les investisseurs particuliers. Si ce standard s'inscrit en grande partie dans la continuité des dispositions existantes, il s'en distingue sur les points suivants.

Règles d'investissement :

- les instruments financiers pouvant entrer dans la composition de l'actif d'un OPCVM sont désormais définis de manière exhaustive aux articles 1 et 3 du décret n° 89-623. Les instruments du marché monétaire sont ainsi éligibles en tant que tels, alors qu'ils ne l'étaient précédemment que par assimilation à des valeurs mobilières cotées. Par ailleurs, les dépôts sont également éligibles à l'actif d'un OPCVM. Ces derniers ne sont donc plus restreints à la seule détention de liquidités à titre accessoire.
- Les règles d'investissement ont été affinées afin de tenir compte de l'évolution des techniques de gestion : prise en compte des sous-jacents des dérivés et des dérivés intégrés pour le calcul de certains ratios, consolidation des émetteurs appartenant à un même groupe pour le calcul des ratios de dispersion des risques, introduction de ratios sur les dépôts et les fonds de fonds. Ces règles d'investissement permettent également à des OPCVM indiciels et à des fonds de fonds d'être coordonnés.
- L'éligibilité explicite des dépôts, des instruments du marché monétaire et des instruments financiers à terme a entraîné la définition de règles précises encadrant l'utilisation de ces produits.
- La refonte du décret n° 89-623 a été l'occasion de clarifier les règles applicables aux acquisitions et cessions temporaires de titres (prêts-emprunts de titres, pensions), bien que ce sujet ne soit pas traité par la directive. Les opérations de cession temporaires d'instruments financiers peuvent désormais atteindre 100 % de l'actif de l'OPCVM alors que les opérations d'emprunt temporaire restent limitées à 10 %. Ce taux est porté à 100 % sous certaines conditions, permettant notamment aux OPCVM monétaires de continuer à utiliser des prises en pension.

3 L'ÉVOLUTION DU CADRE APPLICABLE AUX OPCVM GÉNÉRAUX

A La mise en œuvre des conclusions du groupe frais, des travaux sur l'innovation financière et la transposition de la directive

La directive européenne 85/611/CEE³² prévoit que tout OPCVM se conformant à ses dispositions (celui-ci est alors dit "coordonné" ou "harmonisé") peut faire l'objet d'une commercialisation dans les autres États membres en vertu d'une attestation de conformité qui lui est délivrée par le régulateur national du pays d'origine.

L'obsolescence de cette directive rendait nécessaire sa modification. Les directives 2001/107/CE³³ et 2001/108/CE³⁴ adoptées le 21 janvier 2002 ont ainsi profondément modifié les dispositions en vigueur en introduisant une réglementation relative aux sociétés de gestion et au prospectus simplifié (directive 2001/107/CE) et en modifiant les dispositions relatives aux investissements des OPCVM (directive 2001/108/CE).

Ces nouvelles dispositions ont été transposées en France au cours de l'année 2003.

³² Directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM).

³³ Directive 2001/107/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 janvier 2002 modifiant la directive 85/611/CEE du Conseil portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) en vue d'introduire une réglementation relative aux sociétés de gestion et aux prospectus simplifiés.

³⁴ Directive 2001/108/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 janvier 2002 modifiant la directive 85/611/CEE du Conseil portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), en ce qui concerne les placements des OPCVM.

³⁵ Groupe présidé par Philippe Adhémar, membre du Collège de la COB – voir Rapport annuel COB 2002, p. 164.

³⁶ Publiés en novembre 2003.

³⁷ Publiée en novembre 2003.

Information des investisseurs :

- les modalités d'information des souscripteurs sont améliorées par les nouveaux textes. À la notice d'information se substitue désormais un prospectus complet, composé d'une note détaillée et d'un prospectus simplifié. La notice d'information servait en effet un double objectif – informer l'investisseur sur les caractéristiques essentielles du produit et définir le cadre juridique dans lequel l'OPCVM serait géré. Le prospectus simplifié et la note détaillée répondent désormais chacun à un objectif différent : de lisibilité, de synthèse et d'accessibilité pour l'investisseur potentiellement non averti dans le premier cas, de précision et d'exhaustivité technique dans le second.
- Le contenu de la note détaillée tient compte des exigences de la directive et des conclusions du groupe de travail sur les frais. Il s'appuie sur les conclusions d'un groupe de travail européen, mis en place par le Comité de contact OPCVM en 2003. Les principales améliorations portent sur :
 - . la description de l'objectif de gestion et de l'orientation des placements, qui devra faire apparaître clairement en quoi les instruments financiers utilisés contribueront à l'objectif de gestion ;
 - . l'information relative aux frais facturés à l'OPCVM : outre l'information donnée *a priori* par l'intermédiaire sur les frais maximum, les nouveaux textes introduisent l'exigence de communiquer les frais réellement facturés à l'OPCVM, en tenant compte, le cas échéant, des commissions de mouvement et des frais des OPC dans lequel l'OPCVM a investi. Cette exigence tient compte de la recommandation³⁸ de la Commission européenne qui prévoit l'affichage *ex post* d'un taux synthétique, appelé TFE – Total des Frais sur Encours – proche du concept préconisé par le rapport de la COB sur les frais ;
 - . l'introduction d'éléments relatifs aux performances passées.

Catégories de parts et fermeture des souscriptions :

- la loi de sécurité financière a introduit la possibilité pour un OPCVM d'émettre différentes catégories de parts. Les conditions dans lesquelles ces catégories de parts peuvent être émises ont été précisées par la COB dans son règlement n° 89-02. Elles sont entrées en vigueur le 1^{er} avril 2004 et devraient favoriser l'effort de rationalisation et de productivité de la gestion collective française ;
- la loi de sécurité financière a également introduit la possibilité pour un OPCVM de se fermer à la souscription. Les conditions dans lesquelles cette fermeture peut intervenir ont été précisées dans le règlement COB n° 89-02, ce qui peut répondre à trois objectifs :
 - . clarifier les conditions de commercialisation des fonds présentant des fenêtres de souscription, comme par exemple les fonds à formule ;
 - . mieux fonder juridiquement le régime des fonds dédiés. Le règlement a notamment rappelé que,

sauf pour les OPCVM réservés à 20 porteurs au plus ou à une catégorie d'investisseurs, cette fermeture devait reposer sur des critères objectifs tels qu'un nombre maximum de parts ou d'actions émises, un montant maximum d'actif atteint ou l'expiration d'une période de souscription déterminée ;

- . autoriser un fonds à se fermer à la souscription pour des raisons tenant à la gestion (par exemple plafonner l'encours géré).

Règles de bonne conduite applicables à la gestion de portefeuille pour le compte de tiers³⁹:

- les conditions de rémunération des prestataires ont été précisées. Ainsi une société de gestion ne peut pas bénéficier de rétrocessions de frais de gestion ou de commissions de souscription/rachat liés à l'investissement d'OPCVM gérés par cette dernière dans d'autres OPCVM. Par ailleurs, les conditions dans lesquelles une société de gestion peut percevoir des frais de gestion variables ont été formalisées. En particulier, il a été explicitement précisé que les modalités de calcul des frais de gestion variables devaient être cohérentes avec l'objectif de gestion du portefeuille géré et ne devaient pas conduire le prestataire à prendre des risques excessifs dans la gestion de ce portefeuille. Enfin, les conditions de rémunération des prestataires sur les opérations de prêts-emprunts de titres détenus par les portefeuilles gérés ont été également clarifiées.
- Le principe de *best execution* a été précisé. Il a notamment été rappelé que le prestataire devait mettre en place une procédure formalisée et contrôlable de sélection des intermédiaires et prestataires.

2

Les spécificités nationales

La directive offre la possibilité de tenir compte de demandes formulées par l'industrie de la gestion française et par les investisseurs. La loi de sécurité financière a ainsi créé de nouvelles catégories de fonds.

Fonds accessibles à toutes les catégories d'investisseurs :

- fonds de fonds dérogatoires, pouvant employer jusqu'à 50 % de leur actif en parts ou actions d'un autre OPCVM, alors que ce ratio est de 20 % pour les fonds de fonds coordonnés ;
- fonds maîtres-nourriciers ;
- fonds à référence indiciaire, pouvant déroger aux règles de dispersion des risques prévues pour les fonds indiciaires à condition d'avoir un objectif de gestion lié à la performance d'un indice par la définition d'un *tracking error* maximal.

Fonds réservés à certaines catégories d'investisseurs :

- fonds agréés à règles d'investissement allégées, y compris les fonds de fonds alternatifs ;
- fonds contractuels, non agréés mais enregistrés par l'Autorité des marchés financiers.

³⁸ Recommandation concernant certains éléments du prospectus simplifié décrit au schéma C de l'annexe I publiée le 27 avril 2004.

³⁹ Règlement COB n° 96-03.

Les sociétés de gestion souhaitant gérer ces deux dernières catégories de fonds devront faire valider au préalable un programme d'activité spécifique par l'Autorité des marchés financiers.

3

Les perspectives

Le cadre mis en place en 2003 sera complété et précisé sur les points suivants :

- les dispositions du décret n° 89-623 relatives au calcul de l'engagement hors bilan des OPCVM, au calcul et aux seuils de *tracking error* applicables aux OPCVM indiciels et à référence indicielle et aux dérivés intégrés feront l'objet de travaux avec la profession afin d'en préciser la portée et les modalités d'application,
- l'approche européenne des sujets de la gestion doit être renforcée. Cette démarche tiendra compte des travaux engagés au plan européen, sous forme notamment de projets de recommandation. Elle doit surtout aboutir à prolonger les travaux entrepris au sein du CESR pour la mise en place d'un véritable marché unique européen de la gestion, ouvert, compétitif, transparent et fondé sur un haut niveau de protection de l'investisseur.

Enfin, les dispositions de la directive relatives aux sociétés de gestion restent à mettre en œuvre.

B

Les principales évolutions de l'offre de gestion collective

Les travaux réglementaires ont permis de mener une large concertation pour redéfinir l'offre de gestion collective en France, à partir du standard de base de la directive et en tenant compte des acquis de la gestion en France.

1

Les fonds à formule

Le développement spectaculaire des fonds à formule en France a conduit de longue date l'autorité de régulation à se pencher sur leurs particularités compte tenu de leur place sur le marché français. Ceci a notamment abouti à la publication par la COB d'un relevé de décision définissant le cadre de régulation et d'information des fonds à formule fin 2002⁴⁰.

Les fonds à formule sont en effet fondés sur la délivrance mécanique à l'échéance d'une performance prédéfinie par référence à des paramètres de marché (indices, cours d'un panier d'actions...). Ces fonds font l'objet le plus souvent d'une garantie en capital à l'échéance (plus de 90 % des fonds en 2003). En moyenne, 14 créations de ce type de fonds ont été agréées chaque mois depuis deux ans.

Le suivi en temps réel de ce segment d'activité sera favorisé par la rénovation de la base de données des OPCVM de l'AMF et la mise en œuvre de la nouvelle classification à partir de la mi-2004, mais on peut d'ores et déjà noter que les seuls fonds garantis

(qui sont dans leur très grande majorité des fonds à formule) ont représenté près du cinquième de la collecte nette des OPCVM de droit français en 2003⁴¹.

Le traitement de ces fonds doit reposer sur les cinq axes suivants :

- une identification spécifique, au travers notamment de la nouvelle classification, et un traitement réglementaire adapté, ce qu'a entrepris le décret n° 89-623 modifié, pour l'utilisation d'instruments financiers à terme notamment ;
- une bonne organisation du service de gestion, tant pour assurer un bon fonctionnement du produit (par exemple en termes de valorisation continue) que d'indépendance de la gestion vis-à-vis des salles de marché qui proposent les montages structurés sur lesquels reposent les fonds à formule. Ce point, déjà abordé au sujet des programmes d'activité, est essentiel pour la définition de la responsabilité de la société de gestion vis-à-vis des investisseurs ;
- un effort important de lisibilité et d'équilibre dans la rédaction des documents d'information, qu'il s'agisse des documents réglementaires (notices/prospectus) ou commerciaux. Il est ainsi de la responsabilité des prestataires de proposer des formules à la fois compréhensibles au regard de la cible de clientèle visée et clairement explicitées dans la notice, le prospectus et les documents commerciaux. Sur ce dernier point, les gérants doivent porter une attention toute particulière à la rédaction de la rubrique économie du produit, déterminante pour la bonne compréhension de la formule proposée, qui ne doit pas se limiter à la formule mathématique, mais réellement décrire le pari économique proposé à l'investisseur. Par ailleurs, la durée des formules et leurs caractéristiques étant très variables, il est impératif que toute communication de performance soit traduite en taux annuel actuariel, quel que soit le support utilisé ;
- l'éducation de l'investisseur sur la garantie en capital, sa signification et son coût. Il a été souligné qu'une large partie du succès de ce type de produit repose sur l'offre de la garantie en capital. En premier lieu, celle-ci n'est en règle générale acquise qu'à l'échéance. Toute communication sur cette garantie doit, dès lors, être assortie d'une mention précisant qu'elle n'est acquise qu'à l'échéance de la durée de placement prévue, la contrepartie des indexations proposées étant le maintien de l'investissement dans le fonds jusqu'à l'échéance. En second lieu, l'investisseur n'appréhende pas toujours le coût potentiellement très important de la garantie et il est demandé de le faire correctement apparaître dans la rubrique avantages/risques du prospectus mais aussi dans les documents commerciaux ;
- le souci de promouvoir les conditions d'une commercialisation prudente et adaptée aux épargnants visés. L'obligation de remise préalable à la souscription de la notice (dorénavant prospectus simplifié) doit bien sûr être rappelée, mais elle ne suffit pas ; l'accent doit être mis sur :
 - . les obligations de connaissance du client (situation, objectifs et expérience),

⁴⁰ Bulletin mensuel COB, décembre 2002, n° 374.

⁴¹ Ce succès peut au demeurant être rapproché du montant très faible collecté dans le même temps sur les OPCVM actions, contrairement à ce qu'aurait pu laisser attendre le retournement des marchés en 2003.

- . le conseil que la personne en charge de la commercialisation est en mesure de lui apporter,
- . l'organisation interne des prestataires proposant des OPCVM au public pour assurer une correcte maîtrise des risques de mauvaise commercialisation, lors du lancement du produit mais aussi sur une base continue.

2
Les OPCVM investissant dans d'autres OPCVM

Depuis 1998, les OPCVM de droit français peuvent investir la totalité de leur actif dans d'autres OPCVM français ou bénéficiant de la procédure de reconnaissance mutuelle prévue par la directive 85/611/CEE. Si cette disposition a permis le développement des fonds profilés (assemblant selon une répartition pré-définie des expositions taux et actions sous forme de fonds) et celui de la multigestion (multi-gérants et multi-stratégies), ce type de produit, notamment lorsqu'il mélange une gestion directe et une gestion indirecte, peut poser des problèmes de cumul des frais de gestion et de transparence de l'information pour les investisseurs.

La mise en œuvre tant des propositions du groupe de travail sur les frais que de la nouvelle directive européenne a été l'occasion d'un effort de clarification important pour ces produits qui occupent aujourd'hui une place très importante sur le marché français.

Les OPCVM investis à plus de 50 % en parts ou actions d'autres OPCVM, appelés OPCVM d'OPCVM, représentent 18,4 % du nombre total des produits (1 338 OPCVM) et 8,9 % de l'encours global (74,7 milliards d'euros).

Les OPCVM qui utilisent l'investissement dans d'autres produits collectifs (entre 10 % et 50 %) à côté d'un investissement direct, par exemple pour bénéficier de la compétence spécifique d'une autre équipe de gestion sur une classe d'actifs particuliers, représentent plus de 2 500 véhicules et plus de 200 milliards d'euros.

3
Les OPCVM maîtres et nourriciers

Fin 2003, il existait 501 OPCVM maîtres représentant un encours de 166,2 milliards d'euros⁴² soit 18,3 % de l'encours total des OPCVM à vocation générale, contre 16 % en 2002. Le nombre d'OPCVM maîtres et leur encours sont en forte hausse pour la troisième année consécutive (respectivement de 19 % et de 29 %).

On dénombre 642 OPCVM nourriciers représentant un encours de 65,8 milliards d'euros, soit 7,2 % de l'encours global (contre 587 OPCVM nourriciers pour un encours de 53,5 milliards d'euros au 31 décembre 2002). Comme l'année passée, le nombre d'OPCVM nourriciers et leurs encours sont en augmentation (respectivement de 9 % et 23 %). 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.

Les OPCVM nourriciers se développant pour permettre de bénéficier des effets de taille au niveau des OPCVM maîtres, ils sont principalement utilisés dans la gestion monétaire (73 % de l'encours total). L'introduction des catégories de parts dans les OPCVM de droit français par la loi de sécurité financière, effective depuis le 1^{er} avril 2004, devrait logiquement amener les prestataires à se reporter vers ce type de solution plutôt que sur les OPCVM nourriciers.

Dans le même temps, le nouveau décret assouplit les règles d'utilisation des maîtres-nourriciers pour introduire notamment la possibilité de structurer le fonds nourricier en concentrant au niveau du maître la seule fabrication d'une gestion primaire.

4
Les fonds de fonds alternatifs

Ce type de fonds est proposé de façon ancienne en France mais a connu un développement important, en parallèle du travail de clarification entrepris par la COB en concertation avec la profession, conclu en avril 2003 avec la publication d'un relevé de conclusions.

Ces produits étaient au nombre de 42 pour un encours voisin de 1,6 milliard d'euros début 2000, alors que le nombre de fonds est aujourd'hui supérieur à 150 pour plus de 9 milliards d'euros d'encours.

À côté de la régulation des prestataires abordée dans la partie I du présent chapitre (cf. les programmes d'activités), la réglementation des produits doit être achevée dans le cadre nouvellement défini par la loi de sécurité financière et du décret n° 89-623 modifié et à la lumière d'un premier bilan d'application du relevé d'avril 2003. Dans cet ordre d'idées, il sera nécessaire d'ajuster les orientations retenues en 2003 pour définir les critères d'éligibilité des fonds sous-jacents, les règles de fonctionnement relatives à la liquidité et à la valorisation, les règles d'accès des investisseurs et les conditions de commercialisation.

Tableau récapitulatif (Encours en milliards d'euros)

OPCVM INVESTISSANT TOUT OU PARTIE DE LEUR ACTIF DANS D'AUTRES OPCVM					
	2002		2003		
	Encours	Répartition	Nombre	Encours	Répartition
OPCVM investis à moins de 10 % en parts d'OPCVM	538,0	71,7 %	3 394	562,8	66,7 %
OPCVM investis entre 10 % et 50 % en parts d'OPCVM	151,1	20,2 %	2 532	206,1	24,4 %
OPCVM investis à plus de 50 % en parts d'OPCVM	60,5	8,1 %	1 338	74,7	8,9 %
TOTAL	749,6	100,0 %	7 264	843,6	100,0 %

Source : AMF

42 Les OPCVM maîtres ne sont pas uniquement réservés aux OPCVM nourriciers.

5

Les OPCVM indiciels

Les OPCVM indiciels sont des produits dont l'objectif de gestion est de répliquer la performance d'une indice de référence, précisé dans leur notice d'information.

Au 31 décembre 2003 :

- 29 OPCVM indiciels étaient cotés⁴³ sur Euronext Paris contre 33 une année auparavant. L'encours de ces instruments financiers atteint 4,7 milliards d'euros fin 2003 ;
- le nombre de fonds indiciels non cotés s'élevait à 161 (144 en 2002) pour un encours global de 12,5 milliards d'euros contre 9,8 une année auparavant.

La nouvelle directive prévoit explicitement des règles dérogatoires de dispersion des risques pour les OPCVM indiciels. Sa transposition donne l'occasion de définir ou de préciser :

- les critères d'éligibilité des indices ;
- la définition d'un OPCVM indiciel et la notion d'écart statistique de suivi de la performance de l'indice ;
- l'information et le contenu du prospectus ;
- le statut des fonds, qui sans être indiciels, ont une gestion proche de l'indice (fonds « *benchmarkés* » ou fonds « *tiltés* ») ;
- les conditions de cotation des OPCVM auparavant strictement réservées aux seuls OPCVM indiciels.

6

Les OPCVM à compartiments

Un OPCVM à compartiments permet de réunir dans une même structure juridique des compartiments dont les orientations de gestion peuvent être différentes. L'utilisation de cette possibilité, introduite en 1998, reste toutefois marginale sur la place française contrairement à d'autres pays européens.

Au 31 décembre 2003, il existait 30 OPCVM à compartiments représentant un encours de 6,6 milliards d'euros. Le nombre total de compartiments s'élève à 130 contre 120 au 31 décembre 2002.

Les compartiments actions internationales représentent près de 41 % du nombre total des compartiments et près de 53 % des encours.

Les compartiments actions européennes⁴⁴ représentent 13 % du nombre des compartiments et 23 % en valeur.

La loi de sécurité financière a conforté ce type de produits en établissant clairement le principe d'indépendance financière des différents compartiments d'un même fonds.

7

Les fonds monétaires

La place des fonds monétaires dans la gestion française est fréquemment soulignée : alors que les OPCVM français représentent globalement moins de 20 % des OPCVM européens, les OPCVM monétaires français représentent 43 % de l'encours européen de ce type de produits (selon les statistiques de la Fédération européenne des fonds et sociétés d'investissement - FEFSI).

La nouvelle directive européenne a donné l'occasion de clarifier au sein du décret n° 89-623 modifié un certain nombre de questions clés pour la gestion monétaire : l'utilisation des TCN et plus généralement les critères d'éligibilité des instruments du marché monétaire non cotés, l'utilisation des dépôts bancaires et des prises en pensions.

En parallèle, il faut noter que :

- le retour à une juste valorisation de certains OPCVM monétaires, qui avait fait l'objet d'un travail de place au premier semestre 2002 en raison, en particulier, de l'utilisation d'*asset swaps*, s'est achevée sans accident majeur au 31 décembre 2003 grâce notamment à une évolution favorable des marchés et des « *spreads* » ;
- le travail sur le nouveau prospectus a été l'occasion d'améliorer les conditions d'information des investisseurs en distinguant :
 - . les fonds monétaires réguliers, qui du fait des instruments utilisés et des contraintes de gestion (notation, durée...) ne présentent aucune volatilité ;
 - . les fonds monétaires qui cherchent à améliorer leur performance par une certaine exposition au risque de crédit mais au prix d'une certaine volatilité ;
 - . les fonds appelés fréquemment monétaires dynamiques qui ajoutent une exposition diversifiée (par exemple actions, fonds alternatifs ou arbitrage de convertibles) à une dominante monétaire. Ces fonds sont normalement classés en OPCVM diversifiés.

C

La tenue du passif et la centralisation des ordres dans les OPCVM

La mise en évidence dans des fonds d'investissement américains d'opérations d'arbitrage de la valeur liquidative contre la valeur de marché (*market timing*) et de souscriptions hors délais (*late trading*) a amené l'Autorité des marchés financiers à interroger en fin d'année 2003 les 40 principaux gérants actions de la place sur leurs pratiques en matière de valorisation et de gestion du passif des OPCVM et sur les dispositions qu'ils avaient prises pour limiter les risques de *market timing* et de *late trading* sur ces derniers. Ces 40 sociétés représentaient les deux tiers des OPCVM actions et 86 % des encours correspondants.

Les opérations d'arbitrage sur valeur liquidative (*market timing*) consistent à prélever au détriment du porteur ordinaire, un écart entre la valorisation comptable du fonds, qui est la valorisation sur laquelle entrent et sortent les souscripteurs, et sa vraie valeur de marché (« *fair value* »). De telles opérations réduisent donc la performance de l'OPCVM pour la communauté des porteurs.

⁴³ Trackers, également appelés ETF – *Exchange Traded Funds*. Euronext leur a dédié un segment de marché appelé « Nextrack ».

⁴⁴ incluant les compartiments actions de pays de la zone euro et actions des pays de la communauté européenne.

Le fait pour une société de gestion ou une société liée de favoriser la réalisation de telles opérations est contraire aux dispositions l'obligeant à agir dans l'intérêt exclusif des porteurs des OPCVM.

Les opérations de souscriptions hors limite (*late trading*) consistent à accepter des ordres de souscription ou de rachat sur un fonds d'investissement après l'heure limite d'acceptation des ordres, fixée dans le prospectus. Elles permettent donc à l'investisseur d'acheter ou de vendre des parts sur la base de prix périmés car ne tenant pas compte des événements ou informations postérieurs à l'heure d'établissement de ce prix. Comme pour le *market timing*, de telles pratiques réduisent la performance de l'OPCVM pour la communauté des porteurs.

Le *late trading* est généralement contraire aux dispositions de la notice d'information de l'OPCVM relatives aux conditions de souscription/rachat. Par ailleurs, comme pour le *market timing*, le fait pour une société de gestion ou une société liée de favoriser de telles opérations est contraire aux règles de bonne conduite l'obligeant à agir dans l'intérêt exclusif des porteurs de l'OPCVM.

Le risque de telles opérations dans les OPCVM de droit français est en principe limité par les facteurs suivants :

- les diligences et la responsabilité du dépositaire dans le contrôle des opérations de l'OPCVM ;
- les règles applicables aux sociétés de gestion relatives en particulier à la primauté de l'intérêt des porteurs de parts et à l'égalité de traitement entre eux ;
- les efforts des sociétés de gestion qui ont cherché depuis le début des années 1990 à adapter au mieux les règles de valorisation des OPCVM aux conditions de souscription et de rachat ;
- la nature du risque d'arbitrage, celui-ci étant concentré sur des fonds investis en actions cotées sur des marchés affectés par un décalage horaire significatif. Ce risque a été amplifié aux États-Unis par la taille des fonds actions, par le développement des fonds non régulés (*hedge funds*), par les conditions d'application de la règle générale de « *cut-off time* » qui majore l'impact du décalage horaire avec les grandes places asiatiques de cotation.

Les réponses apportées par les sociétés de gestion au questionnaire n'ont pas révélé de dysfonctionnements majeurs. L'AMF a néanmoins décidé de mener des contrôles approfondis et ciblés, sur place et sur pièces, afin de confirmer cette première évaluation.

De manière générale, la prévention du risque d'arbitrage, replacée dans le cadre plus général de la tenue de passif des OPCVM⁴⁵ doit amener la profession et l'autorité de régulation à améliorer et à préciser les règles d'achat, de vente et de valorisation des parts d'OPCVM, ceci afin de prévenir tout risque opérationnel ou de conflit d'intérêts (organisation du contrôle interne, gouvernance du fonds, ségrégation des fonctions). Un travail de place et une modification de la réglementation permettront, le cas échéant, de clarifier les conditions de tenue du passif des OPCVM.

4 L'ÉPARGNE SALARIALE

A Les OPCVM d'épargne salariale (FCPE et SICAVAS)

1 Les agréments délivrés en 2003

En 2003, la COB puis l'AMF ont agréé la création de 272 nouveaux fonds (FCPE), contre 312 en 2002, et la transformation de 2 073 FCPE existants, contre 948 en 2002.

Au cours de l'année, 375 FCPE ont fait l'objet d'une fusion, contre 171 en 2002. Au 31 décembre 2003, le nombre de FCPE était de 3 352, contre 3 600 au 31 décembre 2002. Il existe une SICAV d'actionnariat salarié (SICAVAS) en activité.

Le nombre de fusions et de transformations a été particulièrement élevé cette année en raison de restructurations de gammes, de la suppression de nombreux FCPE d'encours modeste dédiés à une entreprise au profit de fonds multi-entreprises, et de la poursuite des mises à jour des documents d'information des fonds avec l'ensemble des textes d'application issus de la réforme amorcée en 2001.

Sur les 3 352 FCPE recensés, 2 553 sont des fonds réservés aux salariés d'une entreprise ou d'un groupe et 799 sont des fonds multi-entreprises.

2 L'évolution et la répartition des encours

L'encours global des FCPE est passé de 47,43 milliards d'euros, fin 2002 à 56,02 milliards d'euros au 31 décembre 2003, soit une hausse de plus de 18 % après une baisse de 10,8 % en 2002.

Cette évolution ne s'explique pas par une augmentation des collectes nettes, puisque selon les déclarations des sociétés de gestion celles-ci ont augmenté de moins de 1 % par rapport à l'année précédente. L'actif total des FCPE étant, à plus de 40 %, investi en actions de grandes entreprises, l'évolution précitée résulte plus d'un effet ciseau entre, d'une part, une hausse des rachats supérieure à 16 % par rapport à 2002, et d'autre part, l'évolution positive des marchés boursiers en 2003.

L'évolution de la répartition des encours montre une augmentation substantielle des titres cotés de l'entreprise (+ 4,2 milliards d'euros) et des placements en OPCVM (+ 2,3 milliards d'euros).

L'augmentation de l'encours placé en titres cotés de l'entreprise résulte de l'effet mécanique de l'augmentation des marchés et non d'une collecte positive. On note également la poursuite d'une tendance à une plus grande diversification des portefeuilles, notamment par une ré-allocation des actifs en faveur des titres de créance négociables en euros.

⁴⁵ C'est-à-dire de la centralisation des ordres de souscription/rachat et de la tenue de compte émetteur.

ÉVOLUTION DES VERSEMENTS ET DES RACHATS DANS LES FCPE ENTRE 1999 ET 2003

	1999		2000		2001		2002		2003	
Versements et rachats FCPE	M€	%	M€	%	M€	%	M€	%	M€	%
Réserve spéciale de participation	2 693	35,4	3 040	36,2	3 648	45,6	3 532	44,5	3 493	43,6
Versements des salariés et intéressement	4 205	55,3	4 580	54,6	3 397	42,5	3 454	43,6	3 533	44,2
Versements complémentaires	707	9,3	775	9,2	956	11,9	944	11,9	978	12,2
TOTAL DES VERSEMENTS BRUTS	7 605	100,0	8 395	100,0	8 001	100,0	7 930	100,0	8 004	100,0
TOTAL DES RACHATS	8 671	87,7	8 254	98,3	7 764	97,0	7 024	88,6	8 157	101,9
Souscriptions nettes	934		141		237		906		-153	

Source : AMF

RÉPARTITION DES ENCOURS DES FCPE PAR TYPE D'INSTRUMENT FINANCIER

Évolution des actifs nets (en milliards d'euros)	1999	2000	2001	2002	2003
Titres de l'entreprise	24,2	28,6	26,6	22,0	26,5
- dont actions cotées	20,5	24,2	22,0	17,5	21,7
- dont actions non cotées	2,0	2,5	2,8	2,6	2,8
- dont obligations	1,7	1,8	1,8	1,9	2,0
OPCVM	9,4	10,9	10,0	12,5	14,8
Actions et assimilées	11,4	10,8	11,7	7,5	7,7
Produits de taux et liquidités	5,6	4,4	4,9	5,4	7,0
Actif net	50,54	54,78	53,19	47,43	56,02

Source : AMF

B

Les évolutions

1

La séparation du métier de la tenue de compte-conservation de celui de la gestion financière

Instaurée par la décision n° 2002-03 du CMF relative à la tenue de compte-conservation de parts ou actions d'OPCVM d'épargne salariale, la séparation des métiers est devenue effective et obligatoire le 1^{er} janvier 2004. A cette occasion, la plupart des sociétés de gestion d'épargne salariale ont dû mettre en place une organisation adaptée.

Un nombre important de sociétés de gestion dont le corps de métier était historiquement la tenue de compte-conservation s'est ainsi recentré sur cette activité confiant dans le même temps la gestion pour le compte de tiers à une filiale ou à une maison sœur. C'est le cas, par exemple, de Natexis Interépargne, Crédit Industriel et Commercial Épargne Salariale, Crédit Agricole Épargne Longue des Salariés, Crédit Mutuel Participation, Fongépar et Prado Épargne.

D'autres acteurs de l'épargne salariale confiaient d'ores et déjà l'activité de tenue de compte-conservation à une filiale spécialisée. Il s'agit, par exemple, de BNP Paribas Épargne Entreprise ou Crédit Lyonnais Épargne Entreprise.

Il convient en outre de noter que AXA Investment Managers Paris a filialisé l'activité de tenue de compte-conservation et que Société Générale Asset Management recourt à la banque Société Générale, ces deux teneurs de compte-conservateurs utilisant par ailleurs une plate-forme informatique commune.

2

Le suivi de la réforme relative à l'épargne salariale : l'instruction COB du 17 juin 2003

La Commission des opérations de bourse a adopté le 17 juin 2003 une nouvelle instruction relative aux OPCVM d'épargne salariale pour tenir compte ou intégrer les évolutions suivantes :

- la décision n° 2002-03 du CMF relative à la tenue de compte-conservation dans le cadre d'un dispositif d'épargne salariale ;
- la notion de total de frais sur encours (TFE) recommandée par le Rapport sur les frais et commissions à la charge de l'investisseur dans la gestion collective, rédigé par le groupe de travail présidé par Monsieur Philippe Adhémar ;
- des précisions ou corrections apportées au texte du 20 décembre 2001⁴⁶ (notamment sur les modalités de composition et de fonctionnement des conseils de surveillance ainsi que divers aménagements techniques relatifs par exemple à la valorisation des titres non cotés de l'entreprise).

46
Instruction
du 20 décembre 2001
relative aux OPCVM
d'épargne salariale
prise en application
du règlement
COB n° 89-02.

2/a

La tenue de compte-conservation dans les dispositifs d'épargne salariale

L'instruction du 17 juin 2003 a harmonisé les textes de la COB et du CMF réaffirmant dans le même temps le principe de séparation des deux activités. Le texte précise ainsi le rôle du teneur de compte-conservateur dans la réception des instructions de souscription et de rachat, leur traitement et l'initiation de leur versement ou règlement.

2/b

Le total des frais sur encours (TFE)

L'instruction du 17 juin 2003 introduit le concept de total des frais sur encours (TFE) dans le domaine de l'épargne salariale. Le TFE, qui regroupe l'ensemble des frais à la charge du fonds, comprend notamment les frais de gestion financière, administrative, comptable, les frais de conservation, de distribution, les honoraires du commissaire aux comptes et le coût lié à la garantie. Ce TFE, affiché en pourcentage maximum de l'actif net, doit être présenté toutes taxes incluses.

Cette insertion vient renforcer la volonté d'assurer une totale transparence des coûts supportés *in fine* par les porteurs.

2/c

Les conseils de surveillance des FCPE

Concernant les FCPE créés en application d'un accord de participation, d'un plan d'épargne interentreprises⁴⁷ ou d'un plan partenarial d'épargne salariale volontaire interentreprises⁴⁸ négociés dans le cadre d'une convention collective de branche ou d'accords professionnels ou interprofessionnels, les signataires de l'accord sont autorisés à désigner les membres du conseil de surveillance. Cette mesure devrait permettre une meilleure prise en compte du développement de l'épargne salariale au travers de la négociation collective.

Pour les FCPE « multi-entreprises » créés en application de plans d'épargne salariale mono-entreprise (plan d'épargne d'entreprise⁴⁹, plan partenarial d'épargne salariale volontaire⁵⁰), l'instruction prévoit la possibilité pour les conseils de surveillance de mandater certains de leurs membres afin de constituer un « conseil de surveillance restreint ». Cette faculté apporte une réponse aux difficultés souvent rencontrées dans l'organisation et la tenue de conseils de surveillance qui peuvent rassembler plusieurs centaines de membres.

2/d

La valorisation des titres de créance de l'entreprise non admis aux négociations sur un marché réglementé

L'instruction renforce les diligences nécessaires à l'agrément d'un FCPE investi en titres de créance de l'entreprise non admis aux négociations sur un marché réglementé en rendant obligatoire la nomination d'un expert indépendant responsable de l'établissement d'une méthode de valorisation desdits titres. Cette rédaction reprend l'esprit de la loi de février 2001 sur la valorisation des titres donnant accès au capital de l'entreprise non admis aux négociations sur un marché réglementé.

5

LE CAPITAL INVESTISSEMENT

A

Les fonds communs de placement à risques (FCPR)

Au 31 décembre 2003, il existait 445 FCPR en activité (dont 123 fonds communs de placement dans l'innovation, FCPI, et 5 fonds d'investissement de proximité, FIP) contre 368 FCPR au 31 décembre 2002. La somme totale de l'actif net sous gestion dans ce type de véhicule s'élevait à 10,81 milliards d'euros en quasi stagnation (+ 1,41 %) par rapport à l'année précédente (10,67 milliards d'euros au 31 décembre 2002).

En 2003, les libérations d'engagement de souscription ont représenté 2,2 milliards d'euros et les fonds nouvellement créés ont collecté plus d'un milliard d'euros (dont 338,5 millions d'euros pour les FCPI et 13,1 millions d'euros pour les FIP). Dans le même temps, il a été constaté une baisse des actifs nets⁵¹ de plus de 3 milliards d'euros dont les raisons diverses (enregistrements de provisions comptables dues à une dégradation de la situation des entreprises, rachats de parts, remboursements d'actifs ou encore liquidation) ne permettent pas de dresser des conclusions définitives sur la performance des produits.

34 fonds communs de placement à risques, parmi lesquels 24 FCPI et 5 FIP, ont été agréés au cours de l'année. En outre, 43 créations de fonds communs de placement à risques bénéficiant d'une procédure allégée ont été déclarés au régulateur.

Tout type de FCPR confondus, les produits créés en 2003 totalisent une levée de fonds de 3,5 milliards d'euros.

Au cours de l'année 2003, seules 5 sociétés ont reçu un agrément en qualité de société de gestion de portefeuille limité au capital investissement, contre 14 en 2002.

B

Les fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI)

Créés par le législateur en 1997, les fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) ont pour objectif d'orienter l'épargne publique vers un investissement dans de jeunes entreprises innovantes en échange d'un double avantage fiscal : une réduction d'impôt à l'entrée⁵² et une exonération des plus-values.

En contrepartie de ces avantages fiscaux, les FCPI doivent respecter un quota d'investissement de 60 %

⁴⁷ PEI.

⁴⁸ PPESVI.

⁴⁹ PEE.

⁵⁰ PPESV.

⁵¹ Hors appel de fonds et création de FCPR, FCPI ou FIP.

de leur actif en titres « innovants », définis comme des titres émis par des sociétés soumises à l'impôt sur les sociétés et qui remplissent l'une des conditions suivantes :

- avoir réalisé, au cours des trois exercices précédents, des dépenses cumulées de recherche d'un montant au moins égal au tiers du chiffre d'affaires le plus élevé réalisé au cours de ces trois exercices ;
- justifier de la création de produits, procédés ou techniques dont le caractère innovant et les perspectives de développement économique sont reconnus, ainsi que le besoin de financement correspondant. Cette appréciation est effectuée pour une période de trois ans par un établissement public compétent en matière de valorisation de recherche, l'ANVAR⁵³.

1 Une collecte en légère diminution mais une souscription cumulée en hausse

L'année 2003 a été marquée par un double mouvement : d'une part, une diminution du nombre des créations de nouveaux produits et, d'autre part, un tassement de l'encours levé total et de l'encours moyen levé par fonds. Le montant global des souscriptions de FCPI représentait ainsi 338,5 millions d'euros en 2003, contre 370 millions d'euros en 2002. Le graphique 1 traduit l'affaiblissement de la collecte.

2 Des rythmes d'investissement dispersés

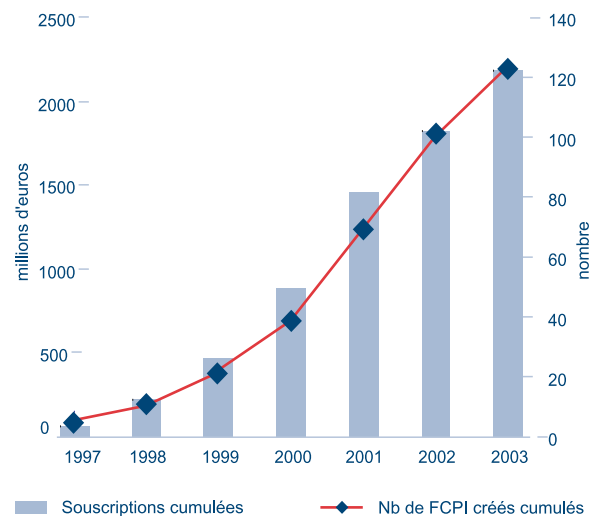
Comme les autres FCPR, les FCPI disposent d'un délai de deux exercices⁵⁴, auquel s'ajoute éventuellement un délai supplémentaire de 6 mois, pour investir leur actif à hauteur de 60 % en titres « innovants ».

Le graphique 2 ci-après présente le niveau d'investissement en titres éligibles d'un échantillon de 20 FCPI en fonction du nombre de mois d'existence.

S'il apparaît qu'une forte accélération du niveau d'investissement se fait à l'approche de la date butoir de respect du quota, le nuage de points montre également une très grande dispersion des niveaux constatés entre les différents fonds étudiés.

À travers différentes études, la COB a relevé que certains fonds présentent des niveaux d'investissement très faibles alors même que l'échéance pour atteindre le quota d'investissement est proche. Sans préjuger des niveaux d'investissement à venir mais face à ces situations potentiellement problématiques (risque de requalification fiscale du FCPI et des porteurs de parts), la COB a exigé des sociétés de gestion demandant l'agrément d'un nouveau FCPI en 2003 d'apposer sur les notices d'information de ces nouveaux produits un avertissement spécifique mentionnant les niveaux d'investissement des fonds créés lors des trois années précédentes et rappelant en outre que les sociétés de gestion disposent d'un délai de deux exercices pour atteindre le quota d'investissement. Cette information a été obligatoirement reprise dans les documents commerciaux.

Graphique 1 : Évolution du nombre de FCPI et des souscriptions cumulées



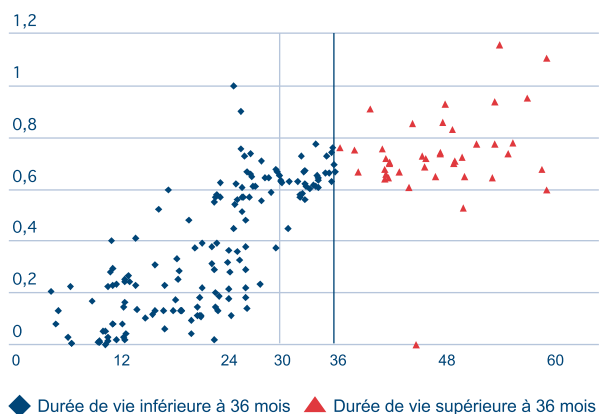
3 Une plus grande transparence de l'information

En parallèle, et dans le prolongement du rapport de la COB établi par le groupe de travail présidé par Philippe Adhémar sur les frais et commissions à la charge de l'investisseur dans la gestion collective, le régulateur a demandé aux sociétés de gestion d'améliorer la qualité de l'information dans les domaines suivants :

- une définition plus précise de l'orientation de gestion pour la partie d'investissement non incluse dans le quota de titres éligibles (40% pour les FCPI) ;
- une information sur la qualité des personnes pouvant souscrire des parts donnant droit à une quote-part des plus-values réalisées par le fonds (parts dites de *carried interest*) ;
- les méthodes de valorisation des titres détenus ;
- les frais de fonctionnement et gestion avec l'insertion d'un tableau récapitulatif de tous les frais à la charge du fonds.

L'objectif est d'améliorer la qualité de l'information communiquée aux souscripteurs afin de leur permettre notamment de comparer les produits proposés par les différents prestataires.

Graphique 2 : Rythme d'investissement des FCP



⁵² La réduction d'impôt à l'entrée correspond à 25 % des sommes investies dans la limite d'un plafond de 12 000 euros pour une personne seule et de 24 000 euros pour un couple marié.

⁵³ Agence nationale de la valorisation de la recherche.

⁵⁴ Soit potentiellement 30 mois : un premier exercice de 18 mois, un deuxième exercice de 12 mois.

C

Les fonds d'investissement de proximité (FIP)

1

La législation applicable

Créés par la loi n° 2003-721 du 1^{er} août 2003 pour l'initiative économique, les fonds d'investissement de proximité (FIP)⁵⁵ sont des FCPR ayant vocation à favoriser le développement des petites et moyennes entreprises régionales. Pour ce faire, ils doivent investir 60 % au moins de leur actif dans des titres d'entreprises qui remplissent certaines conditions en termes de localisation de leur activité, de taille et d'objet social.

En contrepartie, l'investissement dans un FIP pendant une durée minimale de 5 ans donne à ses souscripteurs un double avantage fiscal constitué d'une réduction d'impôt égale à 25 % des sommes investies dans la limite de 12 000 euros pour une personne seule et de 24 000 euros pour un couple marié et d'une exonération des plus-values.

Le décret n° 2003-1103 du 21 novembre 2003⁵⁶ a étendu aux FIP le champ d'application des dispositions relatives aux règles d'appréciation des quotas d'investissement, des cessions et des limites de détention des actifs des autres FCPR. Il a en outre créé, au sein du décret n° 89-623, une section 4 intitulée « Dispositions particulières aux fonds d'investissement de proximité » visant notamment à définir les critères permettant de déterminer si une entreprise exerce son activité principalement dans la zone géographique choisie par le FIP.

Pour être éligible à l'actif d'un fonds d'investissement de proximité, une entreprise doit ainsi remplir les deux conditions suivantes :

- d'une part, posséder, dans ladite zone géographique, un ou plusieurs établissements dont l'installation présente un caractère de permanence⁵⁷.
- d'autre part, lesdits établissements doivent, par comparaison avec les autres établissements de l'entreprise situés dans d'autres zones géographiques couvertes par un autre FIP qui n'aurait pas déjà investi dans l'entreprise, soit réaliser un chiffre d'affaires aussi important, soit avoir un nombre d'emplois permanents au moins égal, soit représenter en terme d'investissement un montant plus élevé d'immobilisations brutes.

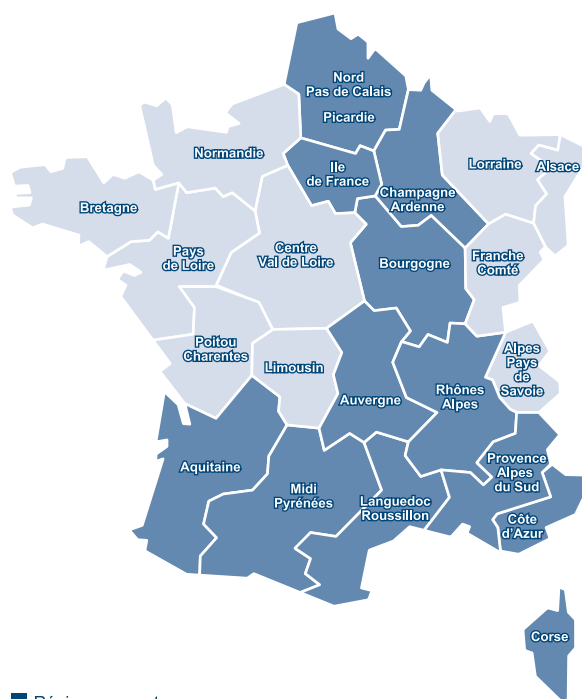
La deuxième condition est remplie si deux des critères (chiffre d'affaires, emplois, immobilisations brutes) sont satisfaits.

2

La couverture géographique

Au 31 décembre 2003, 5 FIP avaient été agréés par la COB puis l'AMF. Ces fonds couvrent les régions surlignées sur la carte de France présentée ci-après :

Couverture de la France par les FIP



■ Régions couvertes

3

Un avertissement spécifique

Eu égard aux risques spécifiques attachés à ces nouveaux produits et en vue de les différencier des autres véhicules de capital investissement, le régulateur a fait insérer dans les notices, règlements et documents commerciaux des FIP des avertissements distincts de ceux propres aux FCPR et aux FCPI.

Ces avertissements mettent en garde les souscripteurs contre quatre risques spécifiques :

- le caractère régional des investissements ainsi que la jeunesse des entreprises dans lesquelles le fonds devra investir ;
- les contraintes fiscales d'investissement et de conservation précitées qui peuvent être indépendantes de la durée de placement optimale ;
- la difficulté à évaluer précisément des entreprises non cotées ;
- le caractère illiquide des parts et sa conséquence sur leurs valeurs de cession ou de rachat.

⁵⁵ Les FIP sont régis par les dispositions de l'article L. 214-41-1 du code monétaire et financier et celles du chapitre III du décret n° 89-623.

⁵⁶ Modifiant le décret n° 89-623 du 23 décembre 1989.

⁵⁷ Ce critère de permanence est déjà connu puisqu'il renvoie à la doctrine fiscale en matière de taxe professionnelle.

6 LES SOCIÉTÉS CIVILES DE PLACEMENT IMMOBILIER

A

L'évolution des sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) en 2003

Au 31 décembre 2003, il existait 44 sociétés de gestion exerçant une activité de gestion de SCPI. Au cours de l'année 2003, 3 sociétés ont demandé à la COB le retrait de leur agrément, à la suite du transfert de la gestion de la SCPI qu'elles géraient à une autre société.

1

La collecte et l'encours

La collecte brute, somme de la collecte primaire et du montant des parts échangées sur le marché secondaire, s'est élevée à 1 023,5 millions d'euros, contre 574,6 millions d'euros en 2002.

La collecte primaire représente les augmentations de capital. 37 SCPI ont augmenté leur capital pour une levée de 826 millions d'euros en 2003, contre 401,3 millions d'euros en 2002.

Dans un contexte immobilier toujours favorable malgré un repli de l'immobilier professionnel, la collecte nette sur parts de SCPI a augmenté en 2003 de près de 106 % par rapport à 2002. Il faut toutefois nuancer ce constat positif :

- le montant en valeur absolue reste très marginal, qu'on le compare à l'encours (1,2 %) ou à la collecte des OPCVM à vocation générale (1,5 %) ;
- la collecte est pratiquement nulle sur les SCPI à capital fixe ;
- cette collecte reste très concentrée, elle est pour 50 % réalisée par quatre SCPI à capital variable promues par le même groupe.

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 de l'année, ressort à 196,5 millions d'euros, contre 173,3 millions d'euros en 2002.

La capitalisation totale des SCPI, obtenue en multipliant le nombre de parts par le prix de la part au 31 décembre 2003 s'élève à 10,3 milliards d'euros, contre 8,9 milliards d'euros fin 2002.

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 (4 milliards contre 3 milliards en 2002) le prix de souscription et, pour les SCPI à capital fixe « fermées » (6,2 milliards contre 5,9 milliards en 2002), le dernier prix d'exécution du marché secondaire.

Après une forte baisse de l'encours affiché en 2002, qui résultait principalement des nouvelles modalités de détermination du prix des parts, l'encours des SCPI a augmenté cette année grâce à une collecte en hausse et l'intégration progressive par les experts immobiliers des effets de la conjoncture immobilière favorable.

2

La politique d'investissement

Les acquisitions réalisées en 2003 par les SCPI représentent un montant de 886,4 millions d'euros, contre 386,3 millions en 2002 et ont porté pour 69 % sur de l'immobilier de bureaux et pour 25 % en locaux commerciaux, respectivement situés pour 64 % et 82 % en région parisienne.

La collecte, essentiellement affectée à l'acquisition d'immeubles professionnels en 2003, devrait être pour partie affectée à des investissements en immobilier résidentiel en 2004. En effet, plusieurs projets de SCPI s'inscrivant dans le dispositif fiscal prévu par la loi urbanisme et habitat du 2 juillet 2003 ont d'ores et déjà été déposés auprès de l'Autorité.

Celle-ci s'attachera à mettre en exergue les risques spécifiques afférents à cette catégorie de placement.

Par ailleurs, la valeur vénale des SCPI ressort à la fin de l'année à 10,7 milliards d'euros contre 9,9 milliards en 2002. A périmètre constant, le montant de la valeur vénale du patrimoine des SCPI a augmenté de 8 % par rapport à l'année précédente, traduisant le bon comportement du marché immobilier sur la période récente.

(en milliards d'euros)

	CAPITALISATION 2002	IMPACT DISSOLUTION 13 SCPI	EFFET TRANSFORMATION VARIABLE EN FIXE	EFFET COLLECTE	EFFET PRIX	CAPITALISATION 2003
SCPI à capital fixe	5,87	- 0,16	0,07	-	0,24	6,3
SCPI à capital fixe ouverte	0,39	-	-	0,16	0,72	0,95
SCPI à capital variable	2,66	- 0,013	- 0,07	0,67	1,07	3,15
TOTAL	8,92	- 0,173	0	0,83	2,03	10,3

Source : AMF

3

Le marché secondaire

3/a

Les parts en attente de revente à fin 2002

À fin 2003, 122 500 parts étaient en attente de revente et représentaient 0,35 % de la totalité des parts de SCPI, contre 0,34 % à fin 2002.

Le stock de parts en attente de revente à la fin de l'année restait faible et identique à celui de 2002, ce qui traduit l'intérêt actuel des investisseurs pour l'immobilier.

3/b

L'activité du marché secondaire au cours de l'année

Au cours de cette année, 697 000 parts ont été échangées, contre 665 000 parts en 2002, ce qui représente 2 % de la totalité des parts, contre 2,1 % en 2002.

3/c

L'évolution du prix des parts

63 SCPI à capital fixe fermées ont vu leur prix augmenter, en moyenne de 14 % tandis que 11 ont connu une baisse, en moyenne de 7 %. Pour 17 SCPI à capital variable ou fixe en période d'augmentation de capital, le prix de souscription a augmenté en moyenne de 4 % comme en 2002.

4

Les opérations concernant les SCPI

En 2003, la Commission a délivré 45 visas à des SCPI contre 10 en 2002 :

- 2 à l'occasion de l'ouverture au public d'une SCPI ;
- 7 autres en raison de mises à jour de note d'information consécutives à des opérations de fusion et à des augmentations de capital de SCPI à capital fixe (5 visas) ;
- 36 dans le cadre de mises à jour résultant de la mise en place du dispositif d'échanges de parts.

Au 31 décembre 2003, le nombre de SCPI existantes s'élevait à 141, au lieu de 155 en 2002.

La tendance à la concentration des SCPI observée en 2000 et 2001 s'est fortement ralentie en 2003 : 3 SCPI ont été absorbées (contre 10 en 2002) par 1 SCPI (contre 4 en 2002). Ces fusions ont concerné 0,9 % de la capitalisation globale, après 9 % en 2002.

Les dissolutions se poursuivent : elles ont concerné 13 SCPI contre 14 en 2002, essentiellement des SCPI fiscales (64 % dont 77 % constituées dans le cadre du dispositif « Méhaignerie »).

À fin 2003, 47 SCPI étaient en cours de dissolution.

5

La non éligibilité des parts de SCPI à l'actif des OPCVM

Dans le cadre de la transposition de la directive 2001/107/CE, la loi de sécurité financière a défini les instruments financiers éligibles à l'actif des OPCVM. Parmi eux ne figurent pas les parts de sociétés civiles de placement immobilier.

En revanche, l'éligibilité de ces instruments à l'actif des OPCVM contractuels sera examinée en concertation avec les associations de professionnels des SCPI et de la gestion financière.

6

Le démarchage

Dans le cadre de la réforme du démarchage sur instruments financiers définie par la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003, la possibilité de procéder au démarchage sur des parts de SCPI a été maintenue sous réserve que les statuts des SCPI concernées prévoient de limiter la responsabilité des porteurs de parts au seul montant de leurs apports.

Jusqu'alors fixée à deux fois le montant des apports par le code monétaire et financier, la responsabilité peut donc désormais être réduite par les statuts des SCPI.

7

L'acquisition d'immeubles en nue-propriété ou en viager

À l'occasion d'un dossier individuel, l'Autorité des marchés financiers s'est prononcée sur la possibilité pour une SCPI d'acquérir des immeubles en nue-propriété et en viager.

Elle a considéré cette demande comme possible sous réserve des conditions suivantes :

- la société de gestion s'est assurée auprès de la Direction de la législation fiscale que ces investissements n'ont pas pour effet de remettre en cause son régime fiscal ;
- la SCPI doit se voir attribuer le droit de mise en location des immeubles dans le cadre d'une acquisition en nue-propriété ;
- l'acquisition d'immeubles en « viager » est limitée aux seuls « viagers libres » ;
- un avertissement du régulateur est apposé sur la note d'information de la SCPI afin d'attirer l'attention des investisseurs sur les spécificités de la politique d'investissement.

B

La réglementation

1

Le code de bonne conduite

La loi d'orientation sur la forêt du 9 juillet 2001 a doté la COB du pouvoir d'édicter des règles de bonne conduite applicables aux sociétés de gestion de SCPI.

L'AMF a élaboré un projet de règlement de bonne conduite qui sera prochainement discuté avec les professionnels et devrait être finalisé dans le courant de l'année 2004.

Reprenant de nombreux principes figurant dans le code de bonne conduite établi par l'ASPIM⁵⁸ en 2001, le projet mettra principalement l'accent sur :

- la prévention des conflits d'intérêts à l'occasion des investissements et autres actes de gestion immobilière ;
- l'autonomie et les modalités de fonctionnement des conseils de surveillance qui constituent des organes de contrôle essentiels ;
- les modalités de commercialisation des parts de SCPI et notamment la présentation des performances.

2

Les perspectives

Compte tenu des évolutions récentes de la réglementation, principalement la mise en place d'un dispositif d'échange destiné à fluidifier le marché secondaire et l'assouplissement des possibilités d'arbitrage sur immeubles, l'AMF envisage d'analyser, en relation avec les professionnels, le système de commissionnement existant, dans la perspective d'une réforme éventuelle.

Par ailleurs, les professionnels et les autorités ont constaté que l'épargne française, notamment par le biais des SCPI, joue un rôle peu significatif dans le financement de l'immobilier français, par comparaison aux investisseurs institutionnels étrangers, tels que ceux présents en Allemagne ou aux États-Unis.

Ainsi, l'encours des SCPI ne se développe que très faiblement au regard du gisement d'actifs immobiliers existant sur le marché français.

Une réflexion a donc été lancée afin de déterminer les raisons d'une telle situation et le cas échéant, d'émettre des propositions visant à favoriser le développement de l'épargne immobilière collective française.

7

LES AUTRES VÉHICULES

A

Les fonds communs de créances

6 sociétés de gestion bénéficient d'un agrément délivré par la COB. Ce chiffre n'a pas varié au cours de l'année 2003.

1

Les émissions des fonds communs de créances

Au titre de l'année 2003, 27 fonds communs de créances et compartiments ont été créés (contre 35 en 2002) parmi lesquels trois ont fait ou ont fait l'objet d'un appel public à l'épargne (contre 5 en 2002).

Ces FCC ont émis 12,3 milliards d'euros (contre 18,7 en 2002), dont 3,5 milliards d'euros dans le cadre d'un appel public à l'épargne (FCC « publics ») (contre 5,6 en 2002).

2

Les fonds et compartiments enregistrés et leurs opérations

La COB a enregistré, au cours de l'année, 3 FCC dont 2 à compartiments ainsi que leur premier compartiment respectif. Ces fonds ont vocation à accueillir des créances résultant de crédits immobiliers à des particuliers pour l'un, d'encours sur cartes de crédit pour le second et d'une créance unique correspondant à un financement bancaire « *corporate* » pour le troisième.

Ce dernier fonds présente une structuration originale et innovante. En effet, le prêt bancaire titrisé est adossé aux produits générés par l'activité de service de location de l'entreprise débitrice, c'est-à-dire que les paiements en intérêts et principal dus aux porteurs de parts leur sont versés au fur et à mesure que la société financée perçoit les produits résultant de son activité habituelle.

Ce type d'opération de type « *whole business securitization* », relativement complexe, peut permettre à une société de se doter d'une source de financement pérenne de ses activités de location de photocopieurs.

Les parts émises par ces FCC ont représenté respectivement 790 millions d'euros, 194 millions d'euros et 398 millions d'euros.

En outre, la COB a enregistré le second compartiment d'un fonds créé en 2002 qui a donné lieu à l'émission de parts pour un montant de 438 millions d'euros.

Enfin, un fonds commun de créances enregistré par la COB 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 1 780 millions d'euros.

L'ensemble de ces opérations (6) a fait l'objet d'un visa en vue de l'admission aux négociations des parts à la bourse de Paris.

3

Les encours

Au 31 décembre 2003, il existait 179 FCC (contre 169 fin 2002) qui représentaient un encours global de 62,1 milliards d'euros (contre 55 milliards fin 2002), dont 18 milliards d'euros (soit 29 %) correspondent aux 60 FCC ayant fait l'objet d'un appel public à l'épargne (contre 17,3 milliards et 58 FCC fin 2002).

4

L'évolution du cadre juridique

Créé en 1988, le fonds commun de créances est un produit strictement réglementé, doté d'un cadre juridique très précis et inchangé depuis 1998.

Toutefois, une analyse plus approfondie des montages et du marché de la titrisation a conduit les professionnels et les autorités à proposer plusieurs évolutions du cadre juridique du FCC.

Des modifications significatives ont donc été introduites par la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 afin :

- de sécuriser le fonctionnement du FCC, en particulier des flux versés au titre des créances qu'il détient, notamment au travers d'un compte spécial d'affectation ;
- d'élargir les fonctionnalités du FCC (émission de titres de créance, recours à des dérivés de crédit, régime des cessions de créances) afin de favoriser la réalisation au moyen de cette structure réglementée d'opérations de titrisation s'effectuant actuellement à travers des véhicules contractuels, souvent localisés *off-shore* ;
- d'étendre le champ des établissements pouvant exercer les fonctions de dépositaire de FCC aux établissements de crédit n'ayant pas leur siège social en France, et renvoyer au règlement général de l'AMF la définition de leur rôle et de leurs responsabilités.

La loi de sécurité financière renvoie à un décret concernant les modalités et conditions :

- de fonctionnement du compte spécialement affecté au profit du fonds sur lequel les créanciers de l'établissement recouvreur ne peuvent poursuivre le paiement de leurs créances ;
- de conservation des créances par le cédant ou l'organisme chargé du recouvrement des créances ;
- d'émission de titres de créance par les FCC ;
- de conclusion de contrats constituant des instruments financiers à terme et de détention de liquidités ;
- de cession de créances non échues ou déchues leur terme.

Les modifications apportées au décret n° 89-158 du 9 mars 1989 doivent permettre de mettre en place un dispositif suffisamment souple pour donner effet aux récentes modifications législatives, sans pour autant remettre en cause la sécurité apportée par ce support d'investissement.

Concernant les quatrième et cinquième points, il s'agit notamment de donner au FCC des possibilités équivalentes à celles dont bénéficient les fonds de type *Collateralized Debt Obligations*, notamment pour la réalisation d'opérations de titrisation « synthétique ».

Le direction du Trésor, la Banque de France, la Commission bancaire et l'AMF se sont accordés sur un certain nombre d'orientations qui seront discutées avec les professionnels dans le cadre d'un groupe de travail de Place, réunissant notamment arrangeurs, gestionnaires, cabinets juridiques et agences de notation.

B

Les sociétés d'épargne forestière (SEF)

La société d'épargne forestière a été créée 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.

Un décret d'application élaboré en collaboration avec les services du ministère de l'agriculture et de la pêche, ceux du ministère de l'économie, des finances et de l'industrie (direction du Trésor et direction de la législation fiscale) et les professionnels (ASFFOR⁵⁹), est paru au Journal officiel du 31 janvier 2003 sous le n° 2003-82.

Il établit une distinction entre SEF faisant ou non publiquement appel à l'épargne, soumettant les premières à des dispositions particulières en matière de répartition géographique des éléments de patrimoine forestier et d'expertise forestière.

À l'image des SCPI, dont s'inspire leur régime juridique, les SEF faisant appel public à l'épargne sont désormais encadrées par un règlement de la COB.

Le règlement COB n° 2003-05 et son instruction d'application de novembre 2003 reprennent très largement les dispositions du règlement COB n° 94-05 et de son instruction d'application.

Toutefois, les règles applicables aux SEF se distinguent notamment par :

- des modalités d'information différentes : information annuelle et une information intermédiaire dont le contenu est adapté aux spécificités des actifs forestiers et du métier de gestion forestière ;
- des modalités de calcul spécifiques de la commission de gestion. Plafonnée par l'application d'un taux maximum à la valeur des actifs gérés, elle peut se composer de plusieurs commissions calculables à partir de taux et assiettes différents selon la nature des actifs ou et des actes de gestion ;
- des règles d'information relatives aux investissements en liquidités qui peuvent représenter jusqu'à 40 % de l'actif d'une SEF. Les statuts et la note d'information doivent préciser la part de l'actif investie en liquidités, les limites dans lesquelles elle peut évoluer et, le cas échéant, les conditions dans lesquelles ces liquidités peuvent être affectées au remboursement de parts.

Par ailleurs, elles prévoient une procédure d'agrément spécifique pour les sociétés de gestion de SEF, notamment un délai d'instruction de 60 jours avec délivrance de l'avis préalable du CNPPF⁶⁰ 15 jours avant le terme de ce délai.

Enfin, elles précisent également les conditions de délivrance de l'agrément du régulateur dans le cas d'une fusion entre SEF et groupements forestiers.

À ce jour, aucune société de gestion de SEF n'a été agréée.

⁵⁹ ASFFOR : Association des sociétés et groupements fonciers et forestiers.

⁶⁰ Centre National Professionnel de la Propriété Forestière, établissement public placé sous la tutelle du ministre chargé des forêts, ayant notamment compétence pour encadrer les centres régionaux de la propriété forestière et regroupant les principaux représentants des professions forestières.

C

Les sociétés pour le financement de l'industrie cinématographique et audiovisuelle (SOFICA)

La COB a délivré 10 visas en 2003, contre 6 en 2002, à l'occasion de la constitution de SOFICA par appel public à l'épargne.

Une SOFICA n'a pu être constituée faute d'avoir pu recueillir le montant minimal des souscriptions fixées par les fondateurs qui s'étaient engagés dans ce cas à rembourser aux investisseurs les sommes collectées. Toutefois, après acceptation de la Direction générale des impôts et de tous les souscripteurs, les fondateurs ont décidé de transférer les souscriptions recueillies vers une autre SOFICA du même groupe, constituée également par appel public à l'épargne.

Les 9 SOFICA ont collecté 41 millions d'euros, montant en hausse de 17,5 % par rapport à 2002 où la collecte était égale à 34,9 millions d'euros. 5 d'entre-elles disposent d'un mécanisme de garantie de rachat.

Toutefois, 2 font l'objet d'un engagement de rachat de la part d'une société de production, non garanti par un établissement bancaire. L'AMF a attiré l'attention des investisseurs sur ce point à travers un avertissement.

D

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 s'inscrivent dans le dispositif de déduction fiscale prévu par l'article 27 de la loi n° 97-1051 du 18 novembre 1997 sur la pêche maritime et les cultures marines.

Le régulateur a délivré 4 visas en 2003 comme en 2002, à l'occasion de la constitution de SOFIPÊCHE par appel public à l'épargne.

Les montants recueillis auprès du public s'élèvent à 5,9 millions d'euros, montant équivalent à celui de 2002.

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.

E

Les biens divers

En 2003, la COB n'a délivré aucun numéro d'enregistrement de documents 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.

5

CHAPITRE 5 LA SURVEILLANCE ET LA DISCIPLINE DES MARCHÉS EN 2003

- p. 139 1
La surveillance des marchés
- p. 140 2
Le contrôle des prestataires de services
d'investissement
- p. 144 3
Les enquêtes menées par la COB
- p. 146 4
Les transmissions à d'autres autorités
- p. 147 5
Les sanctions prononcées par le CMF,
la COB et le CDGF
- p. 168 6
Le nouveau dispositif répressif de l'AMF

La Commission des opérations de bourse et le Conseil des marchés financiers, réunis depuis le 24 novembre 2003 au sein de l'Autorité des marchés financiers, mènent une action déterminée afin de s'assurer de la sécurité de l'épargne investie dans les instruments financiers et tous autres placements donnant lieu à appel public à l'épargne, de l'égalité de traitement des investisseurs, de la transparence de l'information qu'ils reçoivent, et du bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers.

- Jusqu'au 24 novembre 2003, les services de contrôle et d'enquête du CMF et de la COB ont travaillé chacun dans leur domaine, conformément à leurs missions respectives. En 2003, la COB a poursuivi ses activités de surveillance des marchés afin de détecter d'éventuelles anomalies pouvant déboucher sur des enquêtes. Elle a également contrôlé l'activité des acteurs de la gestion pour compte de tiers, par le biais de vérifications sur pièces et de visites sur place. Le CMF a assuré le contrôle des autres prestataires de services d'investissement et des infrastructures de marché, au moyen de contrôles sur pièces et sur place.

Bilan des contrôles menés par la COB et le CMF jusqu'au 24 novembre 2003, puis poursuivis par l'AMF

	EN 2003
Situations de marché examinées (COB)	1 469
Enquêtes ouvertes (COB)	85 ¹
Contrôles des acteurs de la gestion pour compte de tiers (COB)	64
Contrôles des prestataires de services d'investissement (CMF)	74 ²

¹ dont 10 par l'AMF.

² dont 1 par l'AMF.

³ Voir *infra*, Chapitre V page 168.

⁴ Conseil de discipline de la gestion financière.

infrastructures de marché, d'une part, et la surveillance des marchés et les enquêtes, d'autre part. Cette nouvelle organisation est détaillée à la fin du présent chapitre³.

- Chacune des autorités qui a donné naissance à l'AMF disposait d'un pouvoir de sanction propre. Ainsi, entre le 1^{er} janvier et le 24 novembre 2003, la COB, le CMF et le CDGF⁴ ont prononcé 33 décisions de sanctions qui ont visé 61 personnes physiques et morales.

Bilan des sanctions prononcées du 1^{er} janvier au 24 novembre 2003

	COB	CMF	CDGF	TOTAL
Nombre de décisions de sanction	17	6	10	33
Personnes physiques ou morales sanctionnées	24	16	21	61

À sa création, fin novembre 2003, l'AMF a hérité de 14 procédures de sanction qui avaient été initiées par ses prédécesseurs, si bien qu'elle a très rapidement pu prendre ses premières décisions de sanction. Les trois premières sanctions de l'année 2004 sont détaillées dans le présent chapitre.

Entre le 24 novembre 2003 et fin mars 2004, l'AMF a ouvert 23 procédures de sanction.

Dès février 2004, les équipes de contrôle et d'enquête ont été réorganisées au sein de deux grandes fonctions, le contrôle des prestataires et des

1

LA SURVEILLANCE DES MARCHÉS

La COB et le CMF disposaient d'outils qui, à travers un grand nombre d'écrans disponibles permettaient, via des systèmes de requête, de connaître le détail des transactions réalisées sur l'ensemble des valeurs cotées sur les marchés français réglementés ou non, et d'avoir, ainsi, la connaissance la plus large possible du marché.

A

Les activités de la surveillance du CMF

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 du Système de Collecte et d'Analyse (SCAN) qui permet de traiter les transactions réalisées par des prestataires actifs en France sur les instruments financiers admis aux négociations d'un marché réglementé français, y compris celles réalisées de gré à gré. La détection de transactions irrégulières conduit l'inspecteur à un examen plus approfondi, soit en interrogeant le prestataire, soit en lançant une mission d'inspection sur place.

SCAN dispose en ligne, dans sa base, de l'historique d'une année glissante. Ceci correspondait à fin 2003, à 138 millions d'ordres et 76 millions de transactions transmis par l'entreprise de marché ainsi que 12 millions d'opérations déclarées par 302 prestataires de services d'investissement, dont 82 en direct et 220 sous mandat, via le système de *reporting* direct des transactions (RDT).

L'utilisation de SCAN a été orientée sur :

- l'exploitation de l'ensemble des données pour appréhender l'activité d'un prestataire. Ainsi, l'analyse de son activité en termes d'instruments traités et de typologies d'interventions permet d'orienter le contrôle vers des comportements systématiques, même de faible ampleur unitaire, plutôt que sur la recherche d'anomalies ponctuelles et fortuites.
- l'axe « surveillance », la poursuite de la mise au point des familles de contrôles et la compilation de statistiques.

En ce qui concerne le contrôle récurrent sur pièces, les données collectées dans la base SCAN servent à s'assurer du respect de la réglementation, par exemple :

- les dispositions du Titre V du règlement général du CMF, notamment lors des offres publiques ;

- les règles de concentration des ordres énoncées aux articles 4-1-32 et 4-1-33 du règlement général du CMF ;
- l'obligation de l'entreprise de marché de vérifier le respect de ses règles par ses membres en contrôlant par exemple la cohérence du paramétrage des ordres, la présence des apporteurs de liquidité dans le carnet d'ordres d'Euronext ;
- la justification des prix lorsque les transactions sont effectuées hors marché afin de vérifier le respect de l'article 3-4-2 du règlement général du CMF ;
- les variations observées aux fixages de clôture d'Euronext ainsi que la volatilité des cours des contrats sur l'électricité négociés sur la plate-forme gérée par Powernext, notamment au cours de la canicule d'août 2003.

Le CMF a assuré la continuité de son informatique de production SCAN, notamment en adaptant le système de *reporting* direct de transactions à la décision n° 2002-02, en accueillant deux nouveaux flux provenant d'Euroclear Bank et de Clearstream, en modifiant la collecte d'informations pour intégrer les évolutions du flux « satellite » d'Euronext et en optimisant les accès des utilisateurs aux données. L'évolution et l'intégration des marchés Euronext, le MATIF et le MONEP, transférés sur le système Liffe-Connect, ont nécessité des développements.

Le développement applicatif a porté avant tout sur l'analyse des transactions obligatoires pour mettre au point des traitements complexes de rapprochement de données à des fins de contrôle de transactions en grande partie hors marché.

B

Les activités de la surveillance de la COB

Un système de détection automatisé des anomalies sur les marchés, dénommé « contrôle en différé », a été développé depuis 13 ans. Grâce à une batterie de tests statistiques (70 critères), il génère des alertes qui permettent de savoir sur quelles valeurs des anomalies ont été détectées et doivent être analysées en priorité.

En se fondant sur ces outils, une analyse de marché, de la presse et des forums financiers est menée quotidiennement. C'est ainsi qu'en 2003, 1 469 situations de marché ont été examinées, soit une augmentation de 5 % par rapport à l'année antérieure. Quand rien n'a pu expliquer l'anomalie détectée, et s'il semble donc qu'une infraction a pu être commise, une proposition d'ouverture d'enquête est soumise au directeur général de la COB (depuis le 24 novembre 2003, au secrétaire général de l'AMF).

La surveillance des marchés a continué en 2003 à améliorer la performance de ses tests, en particulier ceux relatifs aux comportements des prestataires sur chacune des valeurs cotées sur Euronext Paris.

Par ailleurs, la surveillance des transactions sur les obligations a fait l'objet d'importants travaux. Le régulateur dispose désormais d'outils performants

pour détecter les abus qui peuvent se produire sur ce marché, qui est par essence plus difficile à surveiller car les transactions s'y font principalement de gré à gré.

La cellule de surveillance de l'internet a finalisé le développement de son outil de recherche et d'analyse sémantique. Ce logiciel sans équivalent permet aujourd'hui un traitement automatisé et intelligent du volume très important d'informations disponibles sur les forums financiers.

2 LE CONTRÔLE DES PRESTATAIRES DE SERVICES D'INVESTISSEMENT

Pour assurer leurs missions de surveillance des prestataires, le CMF et la COB menaient des contrôles sur pièces et sur place.

Outre ses moyens propres, l'article L.622-9 du code monétaire et financier et le décret n° 98-1016 du 9 novembre 1998 permettaient au CMF de recourir à des corps de contrôle extérieurs pour accomplir sa mission. Des conventions avaient été conclues avec l'entreprise de marché (Euronext), le dépositaire central (Euroclear France) et le secrétariat général de la Commission bancaire ainsi que divers cabinets d'audit.

A Le bilan des contrôles du CMF

1 Les contrôles sur pièces

Les principales actions du CMF en matière de contrôle ont été menées sous les formes suivantes.

1/a Rapports annuels

Les rapports de contrôle des services d'investissement que les prestataires, l'entreprise de marché, la chambre de compensation et le dépositaire central doivent remettre au CMF en avril au titre de l'exercice précédent fournissent un état des lieux et servent à orienter les contrôles sur place.

Comme précédemment, le CMF a proposé aux prestataires habilités, pour l'élaboration du rapport annuel 2002⁵, un formulaire comprenant une table de référence des principales dispositions de sa réglementation. L'utilisation systématique de ce questionnaire permet de normaliser les réponses, facilite leur analyse et permet un suivi statistique des travaux de contrôle des services d'investissement déclarés par les prestataires. Le formulaire 2002

demandait si au regard de chacune des dispositions législatives et réglementaires, les prestataires habilités avaient établi une procédure interne matérialisant le contrôle de premier niveau. Ainsi il permettait d'apprécier les conditions dans lesquelles le contrôle des services d'investissement avait été effectué.

La diminution permanente d'année en année du taux de non-respect des obligations et de l'absence de réponse permet de penser que le rapport fournit en pratique aux responsables de contrôle des services d'investissement (RCSI) une méthode et un plan de travail.

Selon les déclarations recueillies, les services d'investissement et services assimilés les plus exercés sont la réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers (pratiquées par 89 % des prestataires habilités), suivies de la tenue de compte-conservation (65 %). De nombreux prestataires n'utilisent pas en totalité les agréments dont ils disposent.

1/b Rapports spécifiques

Le CMF a demandé aux responsables du contrôle interne des prestataires de services d'investissement d'établir un rapport spécifique pour septembre 2003 sur les procédures de contrôle de la provision des comptes, de la couverture des positions et des engagements des donneurs d'ordre.

La synthèse des rapports spécifiques établis en 2002 traitant des procédures de l'entrée en relation avec les clients⁶ a mis au jour des difficultés d'interprétation en premier lieu de l'étendue de l'obligation de vérification de l'identité des clients, en deuxième lieu des catégories de clients concernées par l'obligation d'évaluation de la compétence professionnelle du client, en troisième lieu de la fourniture d'une information adaptée et du périmètre des relations devant être régies par une convention de compte ou de service. Ainsi, l'étude a cherché à clarifier les responsabilités de vérification de l'identité des clients et les modalités de sa mise en oeuvre, les attentes en matière d'évaluation de la compétence des clients et les obligations de contractualisation des relations.

Par ailleurs, un questionnaire a été adressé à tous les prestataires pour mieux connaître l'activité d'analyse financière exercée par chacun et évaluer les mesures prises pour se mettre en conformité avec la décision n° 2002-01 du CMF. En outre, les prestataires offrant un service de réception-transmission ou d'exécution d'ordres de bourse via internet ont été invités à présenter au CMF leur dispositif pour répondre aux obligations définies dans la décision n° 1999-07 du CMF, notamment en ce qui concerne l'identification des opérations inhabituelles et la vérification de la cohérence des ordres.

1/c Réclamations

Le CMF recevait des réclamations de particuliers à l'encontre des intermédiaires financiers, de l'entreprise de marché et du dépositaire central. En 2003, une trentaine de courriers de ce type ont été reçus par l'Inspection du CMF. Ces réclamations concernent pour la plupart des litiges nés de la transmission d'ordres, du suivi des positions ou de la tarification.

⁵ La synthèse des rapports 2002 est parue dans la revue mensuelle du CMF n° 63 de novembre 2003.

⁶ Revue mensuelle du CMF n° 63 de novembre 2003.

Quelques courriers ont concerné des questions plus précises comme des titres non dématérialisés ou la répartition des ordres lors d'une introduction en bourse. Comme convenu entre la COB et le CMF, les auteurs de ces courriers ont été invités à prendre l'attache du Médiateur de la COB, même si l'Inspection effectuait un contrôle.

1/d

Surveillance des infrastructures de marché

La tenue de réunions mensuelles avec les responsables du contrôle d'Euronext Paris, de Clearnet et d'Euroclear France a contribué à l'action de surveillance des marchés. Parmi les points faisant l'objet d'un suivi avec Euronext ont figuré :

- la surveillance de l'utilisation des différentes natures de transactions (compte propre – compte clients – apporteur de liquidité) ;
- le contrôle des membres du marché ;
- les évolutions techniques liées au compte rendu des ordres et des transactions ;
- l'examen des incidents de marché.

L'Inspection du CMF a coopéré, conjointement avec celle de la COB, avec des autorités étrangères dans le cadre de la surveillance des marchés d'Euronext. Ainsi les autorités exerçant la tutelle d'Euronext ont comparé leurs méthodes de supervision de l'entreprise de marché par la conduite de travaux de vérification de l'application de la règle de la meilleure exécution par des entreprises d'investissement intervenant dans plusieurs marchés nationaux d'Euronext. Elles ont également décidé de coordonner leurs actions de supervision et de contrôle.

Tous les deux mois, l'Inspection du CMF a examiné avec Clearnet et Euroclear les suspens de règlement-livraison de titres enregistrés chez les adhérents et les incidents informatiques de la chambre de compensation et du dépositaire central. L'attention du CMF s'est portée en particulier sur les adhérents de Clearnet présentant un pourcentage de suspens relativement élevé et les suspens propres de Clearnet. Le problème spécifique des suspens d'OPCVM indiciels cotés en bourse (*Trackers ou exchange traded funds*) a été étudié pour réduire leur incidence. En rapport avec les informations fournies par Euroclear, l'Inspection a effectué des contrôles sur les adhérents teneurs de compte-conservateurs dont les comptes enregistrant leurs avoirs propres présentaient des suspens. Ces travaux ont montré que les prestataires avaient adopté des procédures pour limiter les défaillances de livraison et avaient recours aux emprunts de titres mais étaient parfois confrontés à une liquidité insuffisante des instruments financiers recherchés pour éviter un suspens. Une demande d'explication assortie d'un rappel à l'ordre a été adressée à tout teneur de comptes-conservateur qui ne semblait pas avoir mis en œuvre l'obligation résultant de l'article 6-3-3 du règlement général du CMF de distinguer dans les livres du dépositaire central ou des dépositaires centraux auxquels il adhère les avoirs des OPCVM dont il est dépositaire, les avoirs de ses clients et ses avoirs propres.

2

Les contrôles sur place

En 2003, le CMF a finalisé 12 missions d'inspection initiées en 2002 et ouvert 73 missions nouvelles. Le Secrétaire général de l'AMF a ouvert une mission supplémentaire à la fin de l'année 2003. Le programme fixé en début d'année a été respecté.

Les deux tiers de ces missions ont été confiées à des corps de contrôle externes ; ainsi, 23 ont été confiées à 4 cabinets d'audit, 14 à Euronext et 10 à la Commission bancaire. Lorsque le CMF précédemment, et l'AMF aujourd'hui, confie à des corps de contrôle extérieurs le soin de procéder pour leur compte, les mandataires disposent de l'ensemble des prérogatives dévolues au régulateur, ce qui implique que le secret professionnel ne leur est pas opposable. Le régulateur est responsable à l'égard des tiers du respect des dispositions législatives et réglementaires par les mandataires et aussi des suites réservées à ces missions.

Parmi les 74 missions lancées en 2003, 5 ont examiné l'intermédiation obligataire et ont été l'occasion de préciser dans un article⁷ les règles déontologiques applicables à cette activité. 10 missions ont concerné le respect des règles relatives à l'analyse financière et l'évaluation de la mise en œuvre de la décision n° 2002-01 du CMF⁸. 24 missions visaient à contrôler le respect des obligations déclaratives des prestataires habilités en matière de transactions énoncées dans la décision n° 2002-02 du CMF et dans les règles d'Euronext. Des missions auprès des 11 prestataires dont l'agrément avait été délivré dans les 12 derniers mois ont examiné la conformité des moyens d'exercice des services d'investissement avec le programme d'activité approuvé par le CMF. 2 missions ont porté sur l'exercice de la tenue de compte-conservation par des établissements de crédit désignés par leur groupe pour centraliser cette activité et l'exercer comme mandataire des autres teneurs de compte-conservateurs du groupe, et 1 mission a été lancée à la suite d'une réclamation d'un prestataire. 5 rapports établis en 2003 par l'Inspection du CMF ont été suivis de l'ouverture d'une procédure disciplinaire par le CMF et 2 rapports ont fait l'objet d'une notification de griefs par le Président, après examen par l'une des Commissions spécialisées du Collège de l'AMF.

Par ailleurs, le CMF a effectué des diligences à partir de 28 dossiers communiqués par la Commission bancaire ou la Commission des opérations de bourse en raison de faits susceptibles de constituer des manquements au regard de la réglementation du CMF. 3 de ces transmissions ont entraîné l'ouverture de procédures disciplinaires. Des faits mis en évidence par la Commission bancaire ont permis d'identifier des difficultés dans la répartition des responsabilités de la tenue de compte entre le négociateur et le compensateur multiple et ont donné lieu à la publication d'un article dans la revue mensuelle du CMF⁹ précisant les règles applicables à chacune des parties.

⁷ Revue mensuelle du CMF n° 61 de septembre 2003.

⁸ Les constats recueillis au cours de ces travaux ont été publiés dans la revue mensuelle du CMF n° 62 d'octobre 2003.

⁹ Revue mensuelle du CMF n° 61 de septembre 2003.

B

Le contrôle des acteurs de la gestion pour compte de tiers par la COB

1

La surveillance du secteur de la gestion pour compte de tiers

La COB a assuré, en 2003, au travers de vérifications sur pièces et sur place un suivi régulier des sociétés de gestion de portefeuille, des sociétés de gestion collective, des prestataires de services d'investissement (PSI) exerçant une activité de gestion de portefeuille pour le compte de tiers à titre accessoire et des établissements dépositaires d'OPCVM.

Le contrôle de ces entités consiste à vérifier la conformité des conditions d'activité aux déclarations sur la base desquelles le régulateur leur a délivré un agrément ou a approuvé leur programme d'activité, et à s'assurer que celles-ci disposent en permanence de moyens adaptés. Ce contrôle porte également sur le respect des règles de bonne conduite.

1/a

Les vérifications sur pièces menées par la COB

Ces vérifications ont été effectuées sur l'ensemble des sociétés de gestion, des OPCVM et la majeure partie des autres prestataires de services d'investissement. Elles ont notamment porté en 2003 sur :

- le niveau des fonds propres : 47 sociétés de gestion présentaient un niveau de fonds propres insuffisant au regard des exigences réglementaires, susceptible de conduire à un retrait d'agrément d'office. Au 31 décembre 2003, leur situation a été régularisée (augmentation de capital, mise en place de prêts d'actionnaire, diminution du montant des dividendes distribués, etc.) ;
- l'examen des comptes annuels et des fiches de renseignements annuelles. Ces documents doivent être transmis au régulateur par toutes les sociétés de gestion et les prestataires autorisés à fournir le service de gestion de portefeuille. La première action menée a consisté à récupérer les documents qui n'étaient pas adressés dans les délais. Une analyse exhaustive de leur contenu a permis de détecter les informations sensibles devant donner lieu à une surveillance particulière. Par la suite, des actions ciblées ont pu être menées auprès de structures de gestion, permettant de régulariser un certain nombre de points.

1/b

Les vérifications sur place menées par la COB

Au cours de l'année 2003, 64 sociétés de gestion ou prestataires de services d'investissement ont fait l'objet d'une visite de la COB.

Les contrôles sur place ont pour objectif de s'assurer que les moyens, l'organisation et les modalités de fonctionnement des sociétés visitées sont conformes aux dispositions législatives et réglementaires ainsi qu'au dossier d'agrément qu'elles ont fourni.

Un contrôle sur place se déroule sur une période de quelques jours. Dans la grande majorité des cas¹⁰, le

régulateur a adressé une lettre d'observation faisant part des anomalies relevées au cours de ses visites et demandant à la société de régulariser la situation. Ces demandes ont fait l'objet d'un suivi. Elles ont toutes fait l'objet d'une régularisation, dont le délai constaté sur l'année 2003 allait de 1 à 5 mois.

Lors de demandes d'extension d'agrément de sociétés de gestion, les services de la COB ont effectué une visite sur place afin de vérifier la conformité du fonctionnement de la société aux règles en vigueur. Les anomalies détectées ont été corrigées préalablement à la présentation de la demande d'extension à la Commission et avant qu'elle ne statue.

Sur l'ensemble des anomalies relevées en 2003, les plus fréquentes concernaient les thèmes suivants.

L'organisation des acteurs de la gestion, notamment les moyens en personnel, les conflits d'intérêt et les incompatibilités de fonctions

22 sociétés visitées en 2003 ne disposaient plus des moyens minimum prévus par les textes.

Ces sociétés ont dû revoir leur programme d'activité. La COB a rappelé à ces sociétés de gestion que leur direction devait être assurée de manière effective par au moins deux dirigeants dont un à temps plein et qu'elles devaient disposer en permanence de deux gérants à temps complet possédant l'expérience et la qualification adéquates. La COB a veillé à ce que la situation soit régularisée.

Dans 11 % des sociétés contrôlées, un gérant financier investissait à la fois pour le compte de la société et pour le compte de la clientèle. La COB a demandé que ces prestataires de services d'investissement organisent une stricte séparation entre l'activité de gestion pour le compte de tiers et celle pour compte propre de l'établissement.

Enfin, la COB a dû demander qu'il soit mis fin aux incompatibilités constatées entre des fonctions de gérant financier, de contrôleur interne ou de déontologue. En effet, les personnes ayant une mission de contrôle ne peuvent exercer d'autres activités opérationnelles, notamment celles qui seraient soumises à leur propre contrôle. Ces incompatibilités ont été relevées dans 17 % des sociétés contrôlées.

L'activité de gestion - le programme d'activité

La COB a demandé en 2003 aux sociétés de gestion de vérifier l'adéquation entre le service de gestion qu'elles entendent développer et les moyens prévus dans leur programme d'activité. Une description détaillée en termes qualitatifs (appréciation du risque, instruments financiers difficiles à valoriser) comme quantitatifs (par exemple en termes de nombres de comptes) permet d'en mesurer la cohérence.

La nécessité de définir des règles d'affectation préalables en cas d'ordres groupés, afin d'assurer le respect du principe d'égalité de traitement entre les investisseurs, a dû être rappelée. Les prestataires ont été invités à soumettre ces règles à l'appréciation du régulateur, notamment à l'occasion de l'examen de leur programme d'activité.

¹⁰ L'ampleur et la gravité des dysfonctionnements constatés ont conduit le Directeur général de la COB à ouvrir 6 enquêtes du fait d'agissements de sociétés de gestion constatés.

Le contrôle interne

23 sociétés de gestion visitées en 2003 ne disposaient pas d'un recueil de procédures de contrôle et plus de la moitié affichaient des contrôles insuffisants au regard de leurs activités. Aux termes de la réglementation, les sociétés de gestion doivent mettre en place les moyens et procédures permettant de contrôler leurs activités et celles de leurs intermédiaires et dépositaires. Les régularisations nécessaires ont été effectuées.

La mise en place d'un contrôle interne, sous la surveillance d'une personne nommément désignée à cet effet au sein de l'établissement, est une exigence centrale pour assurer la fiabilité et le respect des procédures, la prévention du risque opérationnel et, en fin de compte, la sécurité des activités.

La COB a rappelé que les documents attestant des diligences menées en matière de contrôle interne doivent être conservés dans l'établissement. Cette traçabilité offre la possibilité de justifier de la réalité du contrôle interne.

La COB a autorisé en 2003, au cas par cas, que les diligences du contrôleur interne d'une société de gestion puissent être effectuées par un prestataire externe. Dans ce cas, la mission doit être formalisée dans une convention détaillant le programme de contrôle et la périodicité de la prestation. Avant sa signature, ce document est soumis à l'examen du régulateur.

Le contrôle de la déontologie

21 sociétés de gestion contrôlées en 2003 n'effectuaient aucun contrôle déontologique.

Les sociétés de gestion doivent établir un dispositif de contrôle des opérations pour compte propre des personnes affectées à l'activité de gestion afin d'en assurer la transparence, quelle que soit la domiciliation du compte titres. Les documents permettant d'attester l'application de ce dispositif doivent être établis et conservés.

Il a été signifié aux sociétés de gestion bénéficiant d'un agrément pour le capital investissement qu'elles sont également concernées par la nécessité de mettre en place des contrôles de cette nature. Elles peuvent en effet être amenées, lors de prises de participation, à détenir des informations confidentielles sur la stratégie de sociétés cotées, et les fonds qu'elles gèrent sont susceptibles de détenir des titres inscrits sur les marchés réglementés.

Les procédures de lutte contre le blanchiment d'argent

32 sociétés de gestion contrôlées n'avaient pas pris de mesures particulières à cet égard, soit en ne désignant pas de correspondant TRACFIN¹¹, soit en ne procédant à aucune vérification de l'identité de leur client, estimant que cette tâche incombait au distributeur de l'OPCVM.

Si les insuffisances dans ce domaine ont été principalement constatées dans les sociétés de gestion généralistes, les deux tiers des sociétés de capital investissement visitées ne faisaient pas preuve de vigilance dans la lutte contre le blanchiment.

Conformément à l'article 18 du règlement COB n° 96-03, les sociétés de gestion doivent se doter de

procédures et d'une organisation permettant de répondre aux prescriptions de vigilance et d'information concernant la lutte contre le blanchiment d'argent.

Il a été rappelé qu'avant toute opération pour le compte d'une personne, son identité doit être vérifiée et, si elle n'agit pas pour son compte propre, l'identité du client final doit être connue.

Les relations avec les clients

21 sociétés de gestion contrôlées ne disposaient pas de mandats conformes à la réglementation en vigueur. La moitié d'entre elles ne délivraient pas aux investisseurs l'information prévue par les textes (clef de répartition des commissions de mouvement entre les différents intermédiaires, OPCVM du groupe utilisés dans la gestion, alors que ces informations doivent être mentionnées dans le rapport annuel des OPCVM et/ou dans le compte-rendu de gestion annuel des mandants). Il y a été remédié.

Les relations avec les mandants, les porteurs de parts ou d'actions d'OPCVM font régulièrement l'objet d'observations notamment au regard de l'article 12 du règlement COB n° 96-02 et des articles 8, 22 et 23 du règlement COB n° 96-03.

Les porteurs de parts ou d'actions d'OPCVM doivent également être informés de la politique menée par les gérants en matière de droit de vote aux assemblées générales.

Les relations avec l'Autorité des marchés financiers

Il est apparu au cours de ces contrôles que les dispositions de l'article 16 du règlement COB n° 96-02 étaient souvent ignorées. Plus des deux tiers des sociétés de gestion qui ont été contrôlées en 2003 n'ont pas procédé aux diligences nécessaires.

Il est rappelé qu'une société de gestion doit aussitôt informer l'AMF des modifications portant sur les éléments caractéristiques qui figuraient dans le dossier d'agrément initial.

Par ailleurs, la société de gestion dispose d'un délai de 6 mois pour adresser à l'AMF copie du bilan, du compte de résultat et de ses annexes, du rapport annuel de gestion et de ses annexes, ainsi que des rapports général et spécial du commissaire aux comptes. Ce délai est de 4 mois s'agissant de la fiche de renseignements annuelle.

2 Les contrôles menés sur les établissements exerçant une activité de dépositaire d'OPCVM

En 2003, les 87 dépositaires d'OPCVM en activité ont adressé leur cahier des charges actualisé à la COB. Celle-ci a adressé un questionnaire à une vingtaine d'entre eux, retenus comme représentatifs, sur leur dispositif dépositaire OPCVM afin de recueillir des informations sur l'évolution du métier.

Par ailleurs, 5 dépositaires d'OPCVM ont fait l'objet d'une visite du régulateur afin de vérifier que ces entités respectaient les dispositions législatives précisées dans l'instruction COB de novembre 1993 relative aux missions et moyens des dépositaires d'OPCVM.

¹¹ TRACFIN (Traitement du renseignement et action contre les circuits financiers clandestins) est un service administratif rattaché au ministère de l'économie, des finances et de l'industrie. Il a été créé par un décret du 9 mai 1990, mais c'est la loi n°90-614 du 12 juillet 1990, modifiée – insérée depuis décembre 2000 dans le code monétaire et financier –, qui a clairement défini ses attributions en matière de lutte contre le blanchiment.

L'autorité de régulation a adressé à ces établissements une lettre d'observation faisant part des anomalies relevées :

- la déficience des règles d'indépendance et de contrôle dépositaire ;
- l'absence de contrôle des délégataires ;
- la connaissance insuffisante de la réglementation COB en matière de ratios réglementaires des OPCVM, des règles spécifiques d'investissement mentionnées dans la notice d'information et des règles relatives au montant minimum d'un OPCVM ;
- l'absence de contrôle annuel de la fonction dépositaire par le commissaire aux comptes, portant sur la vérification des comptes ouverts dans les livres du dépositaire au nom de l'OPCVM.

Si la loi pose les principes fondamentaux de la fonction de dépositaire OPCVM et en explicite les responsabilités, l'instruction COB de novembre 1993 s'apparente à un guide utile à l'établissement d'un cahier des charges. Ce dernier ne saurait néanmoins se limiter à la simple reprise des dispositions contenues dans le texte de la Commission.

En effet, le cahier des charges de chaque dépositaire doit préciser et décrire, sans que cette liste soit limitative :

- la procédure d'acceptation et de maintien de la mission ;
- les procédures de contrôle, notamment sur les valeurs liquidatives (valorisation, ratios, passif) et sur la régularité des décisions de la société de gestion ;
- les procédures de traitement des anomalies ;
- les conséquences des diligences effectuées antérieurement sur le programme de contrôle annuel (le cas échéant) ;
- les systèmes d'échange d'informations avec les différentes sociétés de gestion ;
- les moyens utilisés par le contrôleur dépositaire (humains et techniques).

3 LES ENQUÊTES MENÉES PAR LA COB

Le directeur général de la COB a décidé l'ouverture de 75 enquêtes en 2003. En outre, le secrétaire général de l'AMF a ouvert 10 enquêtes entre le 24 novembre et le 31 décembre 2003.

	2001	2002	2003
Enquêtes ouvertes par la COB	90	80	85 ¹²

A Origine et typologie des enquêtes

La moitié des enquêtes ont été ouvertes sur proposition du service de surveillance des marchés. Ces enquêtes portent le plus souvent sur les délits et manquements

boursiers « classiques » : opérations d'initiés, fausses informations et manipulations de cours.

Plusieurs enquêtes ont trouvé leur origine dans les signalements des autres services de la COB en relation avec les prestataires de services d'investissement et les émetteurs.

Enfin, certaines enquêtes ont eu une origine externe à la COB, qu'il s'agisse de plaintes de particuliers, de demandes d'avis formulées 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 bourse¹³, de révélations reçues d'autres autorités administratives françaises ou de requêtes des autorités étrangères exerçant des compétences analogues à celles de la COB¹⁴.

En 2003, les 85 enquêtes ont été ouvertes pour les motifs suivants :

EN 2003	COB	AMF	TOTAL
MOTIF ¹⁵			
Marché*	28	3	31
Information financière	14	0	14
Faits commis dans le cadre de la gestion pour compte de tiers	9	0	9
Démarchage irrégulier	1	0	1
Coopération internationale	23	7	30

* (comportement d'initié ou manœuvre entravant le bon fonctionnement du marché)

En 2003, comme les années précédentes, une part significative des enquêtes a été ouverte pour de possibles comportements d'initié ou atteintes au bon fonctionnement du marché, ou pour des défauts d'information financière.

Les enquêtes se sont déroulées suivant une procédure destinée à assurer le respect des droits de la personne¹⁶. Les enquêtes qui n'étaient pas achevées au moment de la création de l'AMF ont été poursuivies dans le cadre des nouveaux textes applicables.

B La coopération internationale

La COB a poursuivi la coopération avec ses homologues étrangers en matière d'enquête et de surveillance des marchés et des intermédiaires financiers. En 2003, 30 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.

Le tableau ci-après retrace l'ensemble des demandes d'assistance reçues par la COB de la part d'autorités étrangères et celles présentées par la COB à ces mêmes autorités.

¹² Dont 10 par l'AMF, à partir du 24 novembre 2003.

¹³ Article L. 466-1 du code monétaire et financier.

¹⁴ Article L. 621-21 du code monétaire et financier.

¹⁵ Le motif indiqué est relatif aux faits qui ont motivé l'ouverture de l'enquête, et ne préjuge pas des résultats de l'enquête.

¹⁶ La procédure d'enquête applicable dans le cadre de la COB a été rappelée dans le rapport annuel de l'année 2002, pages 195 et 196.

Répartition par pays des demandes d'assistance

PAYS	DEMANDES 2002		DEMANDES 2003	
	REÇUES	PRÉSENTÉES	REÇUES	PRÉSENTÉES
Afrique du Sud	0	0	1	0
Allemagne	5	6	2	13
Bahamas	1	5	3	0
Belgique	3	10	14	13
Bermudes	1	0	0	2
Brésil	0	0	1	0
Canada	0	1	0	3
Egypte	0	0	1	0
Espagne	4	4	1	3
États-Unis	4	22	7	33
Finlande	0	0	1	0
Grèce	0	0	1	0
Guernesey	4	0	5	0
Hong-Kong	4	3	1	1
Iles Cayman	0	2	0	2
Irlande	4	2	1	3
Italie	2	4	1	5
Japon	1	0	0	3
Jersey	0	1	0	0
Luxembourg	9	9	11	14
Maroc	0	0	0	1
Monaco	1	6	0	2
Pays-Bas	3	9	1	4
Pologne	1	0	1	0
Royaume-Uni	5	66	7	52
Singapour	0	1	0	3
Suède	2	2	2	0
Suisse	0	73	3	39
Autres	3	4	3	1
TOTAL	58	230	68	197

Les demandes d'assistance répondent à des besoins variés, comme le montre le tableau suivant.

Les enquêtes appelant une coopération internationale, liées à la recherche d'opérations d'initiés, restent encore les plus nombreuses.

Par ailleurs, le CMF, dans le cadre de sa surveillance ou de ses missions d'inspection, a échangé des informations avec des régulateurs étrangers (1 en 2001 ; 4 en 2002 et 5 en 2003)

Répartition par nature des demandes d'assistance

DEMANDES 2002			DEMANDES 2003	
	REÇUES	PRÉSENTÉES	REÇUES	PRÉSENTÉES
AGRÉMENT :				
Transmission d'informations sur les intermédiaires	27	30	26	63
SURVEILLANCE :				
Demandes d'informations de marché	2	3	1	1
Transmission d'informations sur les intermédiaires/les opérations/la législation	10	3	1	1
RECHERCHES D'INFRACTIONS :				
Utilisation d'informations privilégiées	14	160	24	102
Diffusion de fausses informations	2	5	2	15
Dans le cadre d'offres publiques	0	0	3	1
Manipulations de cours	0	19	5	10
Démarchages irréguliers	3	2	1	2
Infractions par le biais d'internet	0	6	2	1
Autres	0	2	3	1
TOTAL	58	230	68	197

4 LES TRANSMISSIONS À D'AUTRES AUTORITÉS

Lorsque la COB et le CMF constataient des comportements susceptibles d'entrer dans le champ de compétence d'autres autorités, judiciaires, administratives ou professionnelles, elles leur transmettaient leurs informations ou leur rapports afin que soient données les suites appropriées.

L'AMF a reçu les mêmes compétences que ses prédécesseurs.

A Les transmissions aux autorités administratives ou professionnelles

Au cours de l'année 2003, la COB a adressé 10 rapports à d'autres autorités françaises, notamment au CMF et au CDGF. Le CMF a transmis 29 rapports à d'autres autorités françaises, notamment la COB et la Commission bancaire.

B Les transmissions aux autorités judiciaires

La transmission à l'autorité judiciaire trouve 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 République¹⁷. Elle peut également 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 bourse¹⁸, ou dans le fait qu'une information judiciaire a été ouverte sur les mêmes faits. En 2003, le CMF a transmis 7 rapports de contrôle au Procureur de la République.

La COB a transmis 17 rapports comportant des éléments susceptibles de qualification pénale. 12 d'entre eux ont donné lieu (ou pourraient donner lieu en 2004) à l'ouverture d'une procédure de sanction par la COB (ou l'AMF) et ne peuvent donc être commentés. Les 5 autres rapports concernent des situations dans lesquelles l'intervention de la police judiciaire, en complément des investigations de

¹⁷ Article 40 du code de procédure pénale.

¹⁸ Article L. 466-1 du code monétaire et financier.

l'AMF, est nécessaire pour apporter la preuve des faits et permettre valablement le prononcé d'une sanction.

Les faits en cause dans deux rapports d'enquête concernent l'utilisation d'informations privilégiées, la diffusion de fausse information et des manœuvres ayant pour objet d'entraver le fonctionnement d'un marché d'instruments financiers en induisant autrui en erreur tant sur le marché d'Euronext Paris que sur des marchés étrangers¹⁹. Un autre rapport d'enquête a eu pour objet la diffusion ou l'utilisation d'informations privilégiées²⁰. Enfin, un dernier rapport concerne la diffusion de fausses informations diffusées sur internet par un salarié²¹. Ce rapport a également été transmis au Procureur de la République du fait du refus de ce salarié de se présenter à une audition, mettant ainsi obstacle à une mission de contrôle ou d'enquête de l'Autorité des marchés financiers²².

Dans d'autres situations, les faits constatés n'entrent pas dans le champ de compétence des régulateurs de marché. C'est ainsi qu'un rapport d'enquête a été transmis au Procureur général, la responsabilité des commissaires aux comptes d'une société étant susceptible d'être engagée sur le plan disciplinaire, car leurs diligences n'apparaissaient pas avoir été accomplies pour assurer le respect des règles relatives à l'information du public et à la communication financière²³.

Tableau récapitulatif des transmissions par la COB et par le CMF

	2001	2002	2003
TRANSMISSIONS PAR LA COB :			
aux autorités administratives ou professionnelles	11	15	10
à la justice	19	23	17
TRANSMISSIONS PAR LE CMF :			
aux autorités administratives ou professionnelles	23	45	29
à la justice	28	7	7

5 LES SANCTIONS PRONONCÉES PAR LE CMF, LA COB ET LE CDGF

EN 2003	COB	CMF	CDGF	TOTAL
Nombre de décisions de sanction	17	6	10	33
Personnes physiques ou morales sanctionnées	24	16	21	61

A Les mesures disciplinaires du CMF et leurs suites

En 2003, le CMF a prononcé 1 mise en garde et 6 sanctions disciplinaires concernant 4 personnes morales et 12 personnes physiques.

1 Mise en garde du 15 octobre 2003

Le Conseil a prononcé une mise en garde le 15 octobre 2003 pour défaut d'envoi du rapport annuel 2002 à un prestataire habilité.

2 Décisions de sanction disciplinaire

2/a Mercury Capital Markets, formation disciplinaire du 23 avril 2003

Le Conseil des marchés financiers réuni en formation disciplinaire le 23 avril 2003 a examiné le dossier portant sur le respect des obligations professionnelles auxquelles était tenue l'entreprise d'investissement Mercury Capital Markets et mettant en cause le prestataire et un certain nombre de ses collaborateurs. Il a prononcé à l'encontre de Philippe Cohen-Boulakia un blâme, de Stéphane et Pascal Dokhan le retrait de leur carte professionnelle pour une durée de dix ans ainsi qu'une sanction pécuniaire de 60 000 euros chacun et a donné une publicité nominative aux sanctions prises.

Les faits

L'enquête menée auprès de cet établissement avait révélé que Mercury Capital Markets traitait avec l'acquiescement de ses clients à des prix nettement moins avantageux que les prix de marché offerts par les *market-makers* ; qu'elle avait réalisé pour le compte d'un de ses clients OPCVM une transaction portant sur un seul titre de créance tout en effectuant simultanément une seconde négociation sur la même valeur pour un autre OPCVM à un cours éloigné de 3 % de la première transaction, sans fournir au Conseil des marchés financiers de justification des prix d'exécution. ; qu'elle avait procédé par l'intermédiaire de Philippe Cohen-Boulakia à des portages de lignes de titres correspondant à des ordres groupés et permis à son client de fournir l'affectation de ces opérations sur les différents comptes quelques jours après l'exécution. En outre, l'Inspection du CMF avait connu de nombreuses difficultés pour obtenir les informations demandées.

La décision

La régularité de la procédure avait été contestée par la société Mercury Capital Markets tant sur l'impartialité de l'enquête que sur la communication du rapport d'inspection à l'autorité judiciaire.

Ainsi, Pascal Dokhan avait saisi la 17^e Chambre du tribunal correctionnel de Paris d'une citation directe pour délit de violation des correspondances commis par une personne chargée d'une mission de service public à l'encontre des deux inspecteurs du CMF qui avaient participé à l'enquête et de complicité de ce

19 Constitutives d'un délit sanctionné pénalement par le dernier alinéa de l'article L. 465-1 du code monétaire et financier.

20 Constitutives d'un délit sanctionné pénalement par l'article L. 465-1 du code monétaire et financier.

21 Constitutives d'un délit sanctionné pénalement par le dernier alinéa de l'article L. 465-1 du code monétaire et financier.

22 Constitutif d'un délit sanctionné pénalement par l'article L. 642-2 du code monétaire et financier.

23 Article 92 du décret du 12 août 1969 relatif à l'organisation et au statut professionnel des commissaires aux comptes des sociétés.

délit à l'encontre du Secrétaire Général du CMF, le CMF étant cité comme civilement responsable. La régularité de l'enquête conduite par les services du CMF a été validée par le jugement rendu le 28 février 2003 qui, considérant qu'aucune irrégularité n'avait entaché la procédure d'enquête, avait renvoyé les enquêteurs de toute poursuite.

D'autre part, la société a contesté la communication du rapport d'enquête par le CMF au juge d'instruction alors que elle s'était faite sur la demande du Substitut du Procureur de la République, en application de l'article L.622-10 du code monétaire et financier.

Par ailleurs, la formation disciplinaire a estimé que le pénal ne tenant pas le disciplinaire en l'état, la demande de sursis à statuer qui lui était faite ne pouvait qu'être rejetée.

Sur le fond, la formation disciplinaire a estimé que Mercury Capital Markets traitait à des prix nettement moins avantageux que les prix de marché offerts par les market-makers, et que pour certaines transactions que l'établissement confirmait en net sans faire apparaître le courtage sur l'avis d'opéré, la rémunération effective prise par écart de cours étant supérieure aux pratiques habituelles du prestataire en matière de courtage ; que ces faits pouvaient être examinés au regard de l'article 3-1-1 du règlement général du Conseil des marchés financiers qui pose le principe de la primauté de l'intérêt des clients, de l'article 3-3-1 selon lequel « *l'activité d'exécution d'ordres doit être exercée en prenant soin de fournir aux clients la meilleure exécution possible* », ainsi qu'au regard de l'article 3-4-2 qui énonce que « *le prestataire habilité s'assure qu'un collaborateur qui effectue une transaction à un prix différent d'un prix de marché, peut en expliquer les raisons sur requête du Conseil* ».

En ce qui concerne le portage de lignes de titres, la formation disciplinaire a considéré qu'il constituait un manquement à l'article 3-4-12 du règlement général du Conseil des marchés financiers selon lequel « *lorsqu'il est conduit à transmettre un ordre global pour le compte de plusieurs bénéficiaires, le prestataire habilité définit préalablement les règles d'affectation de la ou des transactions* » ; que par ailleurs, un tel comportement pouvait également être examiné au regard de l'article 3-1-1 précité ; que les difficultés rencontrées par l'Inspection du CMF pour obtenir les informations demandées à la société devaient être examinées au regard des articles 7-1-16 et 7-1-18 du règlement général du Conseil des marchés financiers qui disposent respectivement que « *Les personnes chargées du contrôle peuvent se faire communiquer tous documents qu'elles estiment utiles à leur mission, quel qu'en soit le support, et en obtenir copie...* » et que « *Les personnes contrôlées apportent leur concours avec diligence et loyauté* ».

La formation a estimé que si l'ensemble de ces faits pouvait être reproché à la société ainsi qu'à ses deux dirigeants, elle a dû prendre en compte le fait que la dissolution de la société Mercury Capital Markets et sa radiation du Registre du commerce et des sociétés avaient été enregistrées le 6 juin 2002 par le greffe du Tribunal de Commerce de Paris et constatées le 23 septembre 2002 par le CECEI. Elle en a conclu

qu'aucune sanction ne pouvait plus être prononcée contre cet établissement.

Cette décision fait l'objet d'un recours devant le Conseil d'État.

2/b

**Fortis Securities France,
formation disciplinaire du 13 mai 2003**

Le CMF, réuni en formation disciplinaire le 13 mai 2003, a prononcé à l'encontre de la société Fortis Securities France un blâme et une sanction pécuniaire de 300 000 euros, de Michel Jollant un retrait pour une durée de six mois de sa carte professionnelle assorti d'une sanction pécuniaire de 60 000 euros, de Nicholas Adam un blâme et d'Arnaud Bricout un avertissement et a donné à cette décision une publicité nominative.

Les faits

Le Conseil des marchés financiers avait été informé, en application de l'article 2-4-11 du règlement général du Conseil des marchés financiers, d'une sanction de licenciement prise à l'encontre de Michel Jollant, Président du Conseil d'administration de Fortis Securities France et de la rétrogradation d'Arnaud Bricout et de Nicholas Adam.

L'enquête diligentée avait révélé des défaillances dans le respect de ses obligations professionnelles par Fortis Securities. Les ordres étaient parfois reçus sur les téléphones mobiles, saisis de manière incorrecte ou non justifiés en tant qu'ordres pour compte propre ou pour compte de tiers. Certaines fiches de bourse n'étaient pas horodatées. En outre, Michel Jollant et Arnaud Bricout avaient omis de déclarer certains comptes d'instruments financiers sur lesquels ils pouvaient intervenir et Michel Jollant, par l'intermédiaire des comptes dont il était le gérant, avait participé à la souscription de titres dont Fortis Securities France était introducteur de marché.

La décision

La formation disciplinaire a retenu que les conditions du contrôle des services d'investissement n'étaient pas, jusqu'en juillet 2001, adaptées au volume d'activité de la société, ce qui contrevenait aux prescriptions énoncées aux articles 2-4-15 à 2-4-17 du règlement général du Conseil des marchés financiers. Elle a estimé que les règles de bonne conduite n'avaient pas été respectées, notamment le jour de l'introduction du titre Orange, la société Fortis Securities France S.A par l'intermédiaire de Nicholas Adam ayant réalisé un volume important de transactions grâce à des applications sans aucune justification économique, en infraction par rapport aux dispositions de l'article 3-3-1, 3-4-1, 3-4-7, et 3-4-10 du règlement général du CMF.

En ce qui concerne les relations avec le marché, la formation disciplinaire a sanctionné de nombreuses anomalies relatives à la réception des ordres, à leur référencement chez Euronext et à leur identification.

Michel Jollant, a été reconnu coupable d'un manquement aux dispositions de l'article 3-2-5 du règlement général du CMF et d'Arnaud Bricout du non respect des dispositions de l'article 3-2-7 dudit règlement.

2/c

3A Trade, formation disciplinaire du 4 juin 2003

Le Conseil des marchés financiers, réuni le 4 juin 2003 en formation disciplinaire, a prononcé à l'encontre de la société 3A Trade un avertissement et d'Arnaud Mimran, l'un de ses collaborateurs, un blâme assorti d'une sanction pécuniaire de 60 000 euros et a donné à cette décision une publicité nominative.

Les faits

Un rapport d'enquête du service de l'Inspection du CMF portant sur le respect de ses obligations professionnelles par cet établissement avait révélé :

- que la société 3A Trade, en la personne d'Arnaud Mimran avait à plusieurs reprises manqué à son obligation de vérification de l'existence de la couverture requise au moment de l'acceptation des ordres ;
- que la société 3A Trade n'avait pas établi de règles relatives aux opérations pouvant être effectuées par ses collaborateurs pour leur propre compte ;
- que les comptes d'une dizaine de clients de la société 3A Trade présentaient des mouvements susceptibles d'être examinés au regard des règles portant sur la prévention du blanchiment de capitaux.

Sur la base de ces faits, des lettres de griefs ont été adressées à la société 3A Trade et à Monsieur Mimran. Bien que toujours domicilié en France, ce dernier n'a pas souhaité s'expliquer sur les faits et ne s'est pas présenté le jour de la séance finale de la formation disciplinaire.

La décision

La société 3A Trade contestait l'ensemble des faits qui lui étaient reprochés en invoquant essentiellement que le contrôle des couvertures était organisé tant lors de la passation d'un ordre qu'après son exécution et qu'en ce qui concerne les opérations de Monsieur Mimran pour son compte propre, exécutées sans avoir la couverture nécessaire, il appartenait au seul teneur de compte, XEOD, de procéder à la liquidation d'office de ses engagements. La formation a estimé que cette argumentation ne pouvait être reçue dans la mesure où l'article 4-1-35-1 du règlement général du CMF précise que le prestataire ne peut accepter un ordre à règlement ou livraison différé que s'il obtient de l'investisseur la constitution d'une couverture dans les livres du teneur de compte-conservateur s'il n'assume pas lui-même cette fonction.

Elle a retenu en outre que si l'article 3-2-5 du règlement général du CMF laissait effectivement au prestataire le soin d'apprécier les limites à poser aux opérations du personnel, il n'y avait en l'espèce aucun doute sur le fait que l'important volume d'opérations réalisées par Monsieur Mimran pour son propre compte dans des conditions irrégulières aurait dû inciter la société à le faire eu égard à la proximité de Monsieur Mimran de l'ensemble de l'équipe de la table de marché.

D'une manière générale, elle a considéré que les principes de diligence, loyauté, respect de la primauté des clients visés à l'article 3-1-1 n'étaient pas respectés. En outre, les dispositions de l'article 3-4-6 du règlement général du CMF selon lesquelles le prestataire doit se doter de procédures lui permettant

de répondre à ses obligations de vigilance et d'informations prévues en matière de lutte anti-blanchiment du produit de tout crime ou délit n'avaient pas été suffisamment prises en compte.

Cette décision fait l'objet d'un recours devant le Conseil d'État.

2/d

Dresdner Gestion Privée, formation disciplinaire du 27 août 2003

La formation disciplinaire du Conseil des marchés financiers, réunie le 27 août 2003, a prononcé à l'encontre de la société Dresdner Gestion Privée (DGP), un blâme et une sanction pécuniaire de 100 000 euros et de quatre collaborateurs un avertissement. Elle a donné à cette décision une publicité nominative pour la personne morale et non nominative pour les personnes physiques.

Sur les manquements de la société DGP, la formation disciplinaire a estimé que si le caractère marginal des opérations du MONEP n'était guère contestable, il n'en restait pas moins établi que la direction n'avait pas pris immédiatement conscience des risques excessifs des engagements de certains clients alors même que dès 1999, l'établissement avait pris la décision de limiter au maximum son activité sur le MONEP pour pallier ses faiblesses en matière de contrôle.

Elle en a conclu que l'établissement avait manqué aux articles 3-1-1, 3-4-1 et 4-1-38-1 du règlement général du CMF parce qu'en omettant d'attirer l'attention de ses clients sur les risques qu'ils encouraient l'équipe de gestion ayant négligé son devoir de diligence et de loyauté.

Sur l'absence d'information des clients sur les risques encourus et la tenue des dossiers clients (articles 3-3-5 et 3-3-6 du règlement général) la formation a considéré que la société Dresdner, ne se déliait pas de l'obligation de contrôler l'existence sur le compte du client de la couverture adéquate de ses engagements lorsqu'elle déluguait la gestion des comptes de position à un autre prestataire habilité qui adressait à sa clientèle les avis d'opéré et les relevés de position relatifs aux opérations MONEP.

Elle a retenu que le contrôle des documents contenus dans les dossiers clients réalisé sur les comptes ayant subi les plus lourdes pertes sur le MONEP avait montré dans certains dossiers l'absence de conventions de comptes.

Elle a constaté que les positions MONEP de la clientèle avaient été prises dans des conditions irrégulières et que la réception par les clients d'un avis d'opéré à chaque opération ne pouvait suffire à régulariser de telles pratiques.

Alors que la charte de déontologie de DGP disposait en son article 4-2 que les opérations sur le MONEP étaient interdites à l'exception des achats d'options « *sauf autorisation expresse de la Direction du Groupement ou de la société d'affectation* » et que les ordres du personnel en situation sensible devaient faire l'objet d'une déclaration préalable, des opérations sur le MONEP avaient été enregistrées dans les portefeuilles des trois collaborateurs de l'équipe de gestion considérés comme sensibles. La formation a considéré que cette pratique était contraire à la déontologie et irrégulière en raison du caractère

contestable de la régularité des mandats de gestion de ces collaborateurs.

Sur les manquements retenus à l'encontre de deux dirigeants de l'époque, dans la mesure où il résultait du dossier que l'un des deux dirigeants était étranger à l'activité sur le MONEP à cette époque, la formation disciplinaire a décidé de le mettre hors de cause. Elle a en revanche retenu la responsabilité du second dirigeant qui avait reconnu avoir agi tardivement, ainsi que celle de chacun des collaborateurs de l'équipe de gestion mis en cause.

2/e

Formation disciplinaire du 2 octobre 2003

Le Conseil des marchés financiers, réuni en formation disciplinaire le 2 octobre 2003, a examiné le dossier mettant en cause un ancien dirigeant d'une entreprise d'investissement et a prononcé à son encontre un avertissement assorti d'une publicité sous une forme non-nominative.

Les faits

À l'occasion d'une mission d'inspection, la Commission bancaire avait relevé des faits qui pouvaient constituer des manquements à certaines dispositions du code monétaire et financier et du règlement général du Conseil des marchés financiers et en avait informé le Président du CMF. Le Secrétaire général du CMF avait donc demandé à ce prestataire de lui faire parvenir dans un délai d'un mois ses observations sur les faits susceptibles de constituer des manquements à la réglementation du CMF. Dans le cadre de sa propre procédure disciplinaire, la Commission bancaire avait prononcé, le 30 août 2002, la radiation de cette société.

La décision

La formation disciplinaire a estimé qu'il était établi que la société en cause, agréée uniquement pour effectuer de la réception-transmission d'ordres offrait également les services de placement, de négociation pour compte propre et d'exécution d'ordres pour le compte de tiers sans disposer de l'agrément correspondant, en infraction par rapport aux dispositions de l'article L.321-1 alinéa 6 du code monétaire et financier.

Elle a considéré que contrairement aux prescriptions de l'article 3-3-11 du règlement général du CMF, aucune information sur le montant des rétrocessions perçues de la part des différents négociateurs chargés de l'exécution des ordres n'était transmise aux clients au titre de leurs ordres; qu'il n'existait pas de conventions avec les donneurs d'ordres personnes physiques, en infraction par rapport aux dispositions de l'article 2-4-12 du règlement général du CMF. Par ailleurs le prestataire ne disposait pas de documentation sur les clients destinée à lui permettre de vérifier leur identité et leur capacité juridique préalablement à la réception des ordres, conformément aux dispositions des articles 3-3-2 et 3-3-6 du règlement général du Conseil des marchés financiers.

L'ensemble de ces faits pouvait être également reproché à son président qui avait manqué à son obligation, posée au second alinéa de l'article 3-1-1, de « *disposer des moyens humains et techniques nécessaires à l'accomplissement de sa mission* ». Enfin, dans la mesure où il exerçait une fonction active

au sein d'une société cliente de son établissement en tant que gérant de fonds et qu'il était aussi administrateur d'une Sicav, sociétés pour lesquelles il passait des ordres, la formation disciplinaire a considéré qu'il se trouvait en infraction par rapport aux prescriptions des articles L.533-4 6° du code monétaire et financier et 3-1-1 du règlement général du CMF.

2/f

Formation disciplinaire du 15 octobre 2003

Le Conseil des marchés financiers, réuni en formation disciplinaire le 15 octobre 2003, a prononcé un avertissement à l'encontre d'une entreprise d'investissement et a donné à cette décision une publicité non-nominative.

Les faits

À l'occasion d'une enquête, la Commission des opérations de bourse avait relevé des faits qui pouvaient constituer des manquements à certaines dispositions du code monétaire et financier et du règlement général du Conseil des marchés financiers et en avait informé le Président du CMF. Le Secrétaire général du CMF avait donc demandé à ce prestataire de lui faire parvenir dans un délai d'un mois ses observations sur les faits susceptibles de constituer des manquements à la réglementation du CMF.

Les éléments du dossier établissaient qu'une convention de démarchage avait été signée entre deux sociétés afin que l'une d'elle recherche des clients et procède à des ouvertures de comptes pour le compte de l'autre qui avait la qualité de prestataire habilité.

L'activité de démarchage devait se faire de manière exclusive pour le compte de ce dernier conformément aux lois en vigueur. Or, alors que la convention de démarchage interdisait la prise d'ordres, le prestataire avait fourni à l'autre établissement des codes d'accès propres à son logiciel informatique, lui permettant ainsi de se connecter en permanence et d'effectuer toutes opérations d'achat, de vente ou de report sur les comptes de la clientèle qu'il avait apportée à la société mise en cause sans avoir recours aux mots de passe et aux codes confidentiels des clients.

Dans la mesure où l'établissement agissait comme le mandataire exclusif, le prestataire était tenu de s'assurer du respect de la réglementation du CMF, en particulier de la justification de la transmission des ordres par leur donneur d'ordre. En tant que teneur de compte conservateur, le prestataire avait également l'obligation de s'assurer que, sauf application d'une disposition légale ou réglementaire contraire, tout mouvement d'instruments financiers affectant le compte d'un titulaire se réalisait exclusivement sur instruction de celui-ci ou de son représentant ou, en cas de mutation, d'un tiers habilité.

La décision

Le CMF a retenu que le prestataire mis en cause ne contestait pas les faits et que la relation de mandataire exclusif n'avait pas été mise en place conventionnellement mais résultait de l'évolution d'une relation qui avait simplement pour vocation l'apport d'affaires, sans la vérification du respect par son partenaire des obligations fixées par l'article 2-1-3 du règlement général du CMF. La formation disciplinaire a considéré que les obligations du teneur de compte-

conservateur figurant à l'article 6-3-5 n'avaient pas été respectées, non plus que le respect des principes de loyauté, d'équité et de respect de la primauté des clients prescrit à l'article 3-1-1.

3 Décision du Conseil d'État du 16 mars 2003

Le 19 mars 2003, le Conseil d'État a rendu sa décision sur une requête en annulation présentée par Didier Hannoun à l'encontre de la décision du 26 septembre 2001 par laquelle le Conseil des marchés financiers avait prononcé le retrait de sa carte professionnelle pour une durée de cinq ans et lui avait infligé une amende de 3 719 756 euros.

Bien au-delà du simple rejet de la requête, cette décision a validé la procédure de sanction du CMF, notamment au regard de la Convention européenne des droits de l'Homme et conforté l'interprétation qu'il faisait de certaines dispositions de son règlement général. Elle a été saluée par la doctrine comme une décision de principe.

3/a Sur la régularité de la décision attaquée

Le Conseil d'État a répondu en ces termes au moyen tenant au caractère non-contradictoire de l'enquête : *« Considérant que, s'il n'a pas été associé à l'élaboration du rapport d'enquête du Conseil des marchés financiers, M. Hannoun ne conteste pas qu'il a pu, dans le cadre de la procédure disciplinaire ouverte par la notification des griefs qui lui a été adressée, répondre aux arguments de la société Crédit agricole-Indosuez-Cheuvreux et revenir sur des données ou des appréciations contenues dans ce rapport ; qu'il suit de là qu'il n'est pas fondé à soutenir que le principe du respect des droits de la défense a été méconnu » ;*

À l'argument selon lequel la participation du rapporteur au délibéré aurait entaché la régularité de la procédure, le Conseil d'État a répondu ainsi :

« Considérant que l'article 2 du décret du 3 octobre 1996 dispose : "Lorsque le conseil agit en matière disciplinaire, le président fait parvenir à la personne mise en cause, par lettre recommandée avec demande d'avis de réception ou remise en main propre contre récépissé, un document énonçant les griefs retenus, assorti, le cas échéant, de pièces justificatives ; il invite la personne mise en cause à faire parvenir ses observations écrites dans un délai qui ne peut être inférieur à dix jours ; l'intéressé est également informé qu'il peut se faire assister par toute personne de son choix" ; qu'aux termes de l'article 3 du même décret : "Les observations produites par la personne mise en cause sont communiquées au commissaire du gouvernement et à l'auteur de la saisine du conseil" ; qu'enfin, l'article 4 est ainsi rédigé : "Le président désigne, pour chaque affaire, la formation saisie et un rapporteur parmi les membres de celle-ci. Le rapporteur, avec le concours des services du Conseil des marchés financiers, procède à toutes investigations utiles. Il peut recueillir des témoignages. Il consigne le résultat de ces opérations par écrit. Les pièces du dossier sont tenues à la disposition de la personne mise en cause" ;

Considérant qu'il résulte des dispositions précitées que le rapporteur, qui n'est pas à l'origine de la saisine, ne participe pas à la formulation des griefs ; qu'il n'a pas le pouvoir de classer l'affaire ou, au contraire, d'élargir le cadre de la saisine ; que les pouvoirs d'investigation dont il est investi pour vérifier la pertinence des griefs et des observations de la personne poursuivie ne l'habilitent pas à faire des perquisitions, des saisies ni à procéder à toute autre mesure de contrainte au cours de l'instruction ; qu'en l'espèce, il n'est pas établi, ni même allégué, que le rapporteur aurait excédé les pouvoirs qui lui ont été conférés par les dispositions rappelées ci-dessus et qui ne diffèrent pas de ceux que la formation disciplinaire collégiale du Conseil des marchés financiers aurait elle-même pu exercer ; que, dès lors, il n'est résulté de sa participation aux débats et au vote de la formation disciplinaire du Conseil des marchés financiers aucune méconnaissance du principe d'impartialité ».

3/b Sur le bien-fondé de la décision attaquée

À l'argument selon lequel les dispositions du titre III du règlement général du CMF ne s'appliqueraient qu'aux prestataires habilités et non aux personnes physiques travaillant sous leur autorité, le Conseil d'État a opposé l'analyse suivante :

« Considérant que le I de l'article L. 622-16 du code monétaire et financier dispose : "Sans préjudice des dispositions de l'article L. 613-21, les prestataires de services d'investissement, les membres d'un marché réglementé, les entreprises de marché et les chambres de compensation sont passibles des sanctions prononcées par le Conseil des marchés financiers à raison des manquements à leurs obligations professionnelles, définies par les lois et règlements en vigueur" ; qu'aux termes de l'article L. 622-17 de ce code : "Les personnes placées sous l'autorité ou agissant pour le compte des personnes mentionnées au I de l'article L. 622-16 sont passibles des sanctions prononcées par le Conseil des marchés financiers à raison des manquements à leurs obligations professionnelles, définies par les lois et règlements en vigueur. Le conseil agit soit d'office, soit à la demande du commissaire du gouvernement, soit à la demande du président de la Commission des opérations de bourse, soit à la demande du gouverneur de la Banque de France, président de la Commission bancaire, soit à la demande d'une entreprise de marché ou d'une chambre de compensation. Il statue par décision motivée. Aucune sanction ne peut être prononcée sans que les personnes en cause aient été entendues, ou, à défaut, dûment appelées. Les sanctions applicables sont l'avertissement, le blâme et le retrait temporaire ou définitif de la carte professionnelle. En outre, le Conseil des marchés financiers peut prononcer, soit à la place, soit en sus de ces sanctions, une sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur à quatre cent mille francs ou au triple du montant des profits éventuellement réalisés. Les sommes sont versées au fonds de garantie auquel est affiliée la personne morale sous l'autorité ou pour le compte de qui agit la personne sanctionnée ou, à défaut, au Trésor Public. En cas d'urgence, les personnes

mentionnées au présent article contre lesquelles des procédures sont engagées peuvent être suspendues d'activité par le Conseil des marchés financiers" ;

Considérant qu'il résulte de ces dispositions législatives que tant les entreprises prestataires de services d'investissement que leurs collaborateurs doivent respecter les lois et règlements édictés, pour le bon fonctionnement du marché, par le Conseil des marchés financiers ; qu'il appartient au Conseil des marchés financiers de s'assurer du respect de ces règles par l'ensemble des personnes qui ont à intervenir sur le marché, qu'il s'agisse des entreprises ou de leurs salariés, et de sanctionner les manquements constatés ; qu'il suit de là que M. Hannoun n'est pas fondé à soutenir que la décision prise à son encontre manquerait de base légale en ce que les faits qui lui sont reprochés n'auraient pu donner lieu qu'à des sanctions contre Crédit agricole-Indosuez-Cheuvreux (C.A.I.C.) et non contre des salariés de ce prestataire de services » ;

Au moyen relatif au caractère excessif de la sanction prononcée, le Conseil d'État a répondu :

« Considérant que la décision attaquée est fondée sur les graves irrégularités commises, au détriment des clients, dans le placement de certains produits, irrégularités ayant permis le prélèvement de marges d'intermédiation abusives et fait obstacle à l'exécution des opérations sur le marché réglementé ; qu'en égard à la gravité des faits reprochés, le Conseil des marchés financiers n'a pas prononcé une sanction excessive en retirant à M. Hannoun sa carte professionnelle pour une durée de cinq ans et en lui infligeant une amende de 3 719 756 euros ».

B

Les sanctions administratives prononcées par la COB et leurs suites

Depuis la réforme de la procédure de sanction administrative de la COB, intervenue en août 2000, 49 procédures ont été ouvertes.

La baisse apparente du nombre de procédures ouvertes par la COB en 2003 ne tient pas à l'activité des équipes d'enquête et de détection des manquements possibles aux règles de marché, qui elle est restée très soutenue. Elle est liée à la création de l'AMF dont les Commissions spécialisées et la Commission des sanctions ont été saisies de nombreux dossiers dans les premières semaines de leur mise en place. À la date de rédaction du présent rapport, le nombre de dossiers dont est saisie la Commission des sanctions est de 37.

	2001	2002	2003
OUVERTURES DE PROCÉDURES DE SANCTION PAR LA COB			
Nombre de procédures	20	16	7
Nombre de personnes physiques ou morales concernées	30	28	12

En 2003, la Commission a prononcé 24 sanctions. Six d'entre elles ont fait l'objet d'un recours devant la Cour d'appel de Paris, seuls trois arrêts sont d'ores et déjà intervenus à la date de rédaction du présent rapport²⁴.

	2001	2002	2003
SANCTIONS PRONONCÉES PAR LA COB			
Nombre de procédures	4	8	17
Nombre de personnes sanctionnées	7	12	24

L'arrêt de la Cour de cassation qui a confirmé la sanction infligée par la COB à M. Nicolas Gaume en 2002 est également présenté ci-après.

1 À l'encontre de la société Cibox Interactive et de M. Yaacov Gorsd

1/a

La décision de sanction administrative du 7 janvier 2003

Dans un communiqué du 22 février 2000, la société Cibox-LCI (devenue Cibox Interactive) a justifié la révision à la baisse du chiffre d'affaires consolidé escompté pour l'année 1999 par la cession d'une de ses filiales alors que cet élément qui était intervenu à la fin de l'exercice était sans incidence sur celui-ci.

Le 18 avril 2000, la société a annoncé l'arrêt des comptes consolidés de l'exercice 1999 et une perte nette de 20,4 millions de francs alors que ses services étaient loin d'avoir achevé les travaux d'analyse des comptes clients et des avoirs à établir et que le résultat rendu public ne tenait pas compte de certains éléments négatifs identifiés à l'époque, à savoir la non-comptabilisation en charges de frais de publicité relatifs à l'opération commerciale dite « free pack » qui avait échoué, la non-constatation de provisions pour clients litigieux et l'absence d'annulation de produits à recevoir enregistrés à tort.

La COB a estimé que les informations contenues dans ces deux communiqués étaient inexactes, imprécises et trompeuses, au sens des articles 2 et 3 de son règlement n° 98-07 relatif à l'obligation d'information du public.

Elle a également considéré que le silence gardé près de quatre mois, jusqu'au 18 avril 2000, sur l'échec de l'opération commerciale mentionnée ci-dessus, qui était susceptible d'avoir, par son importance, un effet significatif sur le cours de l'action Cibox, constituait un manquement aux articles 4 et 8 du règlement n° 98-07. Elle a rappelé à cet égard que le défaut d'organisation administrative au sein d'un groupe ne pouvait justifier par principe le non-respect des obligations d'information du public.

Elle a estimé qu'en sa qualité de président de la société Cibox-LCI et de son rôle effectif dans la communication financière de cette structure, M. Yaacov Gorsd était à l'origine de l'ensemble des manquements constatés et qu'au titre du communiqué du 18 avril 2000, la société était également responsable du manquement dès lors que c'est son conseil d'administration qui a procédé à l'arrêt des comptes à la suite duquel le résultat a été rendu public.

²⁴
15 avril 2004.

En conséquence, la Commission a prononcé une sanction pécuniaire de 70 000 euros à l'encontre de la société Cibox-LCI et également de 70 000 euros à l'encontre de M. Yaacov Gorsd et a décidé de publier sa décision dans son bulletin mensuel²⁵ ainsi qu'au Journal Officiel.

1/b

L'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 18 novembre 2003

La Cour d'appel a rejeté le recours en annulation formé par la société Cibox Interactive et son président, M. Yaacov Gorsd, contre la décision de sanction prononcée par la Commission le 7 janvier 2003.

Sur le communiqué du 18 avril 2000, la Cour a considéré que, même si la société ne disposait pas de tous les éléments permettant de déterminer de manière exacte le résultat rendu public, les pertes acquises dès avril 2000 atteignaient à tout le moins 47,1 millions de francs et non 20,4 millions de francs, comme l'indiquait le communiqué, en raison de la nécessité d'annuler les produits à recevoir et de comptabiliser en charges des frais de publicité de l'opération commerciale dite « *free pack* ». Elle a rappelé que la société ne pouvait faire abstraction des éléments relatifs à certaines créances litigieuses et à des avoirs à établir dont l'existence était connue dès le mois d'avril 2000 et que leur incidence négative prévisible et certaine sur le résultat ne pouvait être occultée.

La Cour a estimé que le caractère inexact, imprécis et trompeur de l'information avait nécessairement faussé la perception qu'avaient les investisseurs du groupe Cibox et ne leur permettait pas de prendre leurs décisions d'investissement ou de désinvestissement en toute connaissance de cause.

Elle a confirmé l'imputation du manquement aux articles 2 et 3 du règlement COB n° 98-07 à la société et à M. Yaacov Gorsd, la première ayant été à l'origine de l'information publiée sur le résultat consolidé de l'exercice 1999, puisque le conseil d'administration avait préalablement arrêté les comptes consolidés, le second ayant concouru au manquement puisque, lui qui contrôlait et validait les communiqués, avait participé à l'élaboration de celui du 18 avril 2000.

Sur l'absence d'information du public le plus tôt possible à compter du mois de décembre 1999, sur l'échec de l'opération commerciale « *free pack* » et l'impossibilité d'atteindre les prévisions initiales, la Cour a considéré que, s'il n'était pas possible, en l'absence de précisions chiffrées, de diffuser cette information dès le 31 décembre 1999, rien ne justifiait l'écoulement d'un délai avoisinant quatre mois avant que le public n'ait été informé de l'échec avéré. Elle a aussi confirmé qu'en raison des espoirs que la société avait fondés sur la réussite de cette opération et du retentissement de son échec sur son activité, la publication de ce dernier était susceptible d'avoir une incidence négative sur le cours du titre Cibox et qu'ainsi il avait été porté atteinte à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts.

Elle a considéré que M. Yaacov Gorsd, alors président du conseil d'administration en charge du contrôle de la communication financière du groupe, était responsable

de la violation des articles 4 et 8 du règlement n° 98-07.

Sur le communiqué du 22 février 2000, la Cour a constaté que la cession de la filiale constituait l'unique explication de l'écart à la baisse du chiffre d'affaires, alors qu'en toute hypothèse cet événement ne pouvait avoir eu aucun effet sur cette baisse et en a conclu que l'information publiée était inexacte, imprécise et trompeuse au sens de l'article 3 du règlement n° 98-07 et avait porté atteinte à l'égalité de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts.

Elle a confirmé l'imputation de ce manquement à M. Yaacov Gorsd qui n'a pas dénié être à l'origine des informations contenues dans ce communiqué qu'il a validé.

Sur la sanction prononcée, la Cour a rejeté les arguments des requérants visant à amoindrir la gravité des manquements qu'ils avaient commis, a affirmé que l'absence d'avantage ou de profit tiré des manquements n'est pas exclusive de toute sanction et a relevé que la sanction prononcée tenait compte des difficultés rencontrées par la société au plan commercial, administratif et comptable.

2

À l'encontre de M. Philippe Reynaud de La Gardette, décision de sanction du 13 février 2003

La société Cyrano, leader mondial des tests automatisés de logiciel pour internet, cotée au Nouveau marché depuis le 15 juin 1998, a fait l'objet d'une liquidation le 15 octobre 2001.

Outre le retard dans l'annonce de son chiffre d'affaires pour le troisième trimestre 1999 le 25 octobre 1999, soit 10 jours après l'arrêté des comptes par le conseil d'administration, et l'heure contestable dans l'utilisation des supports de communication le 25 octobre 1999 (d'abord à 9 heures 49 par internet puis ensuite à 17 heures 57 par communiqué de presse, soit près de huit heures plus tard), l'enquête sur le marché du titre Cyrano et sur l'information financière de la société depuis le 30 juin 1999 avait fait apparaître des opérations de vente d'actions Cyrano effectuées par certains de ses dirigeants à des dates où l'on pouvait penser qu'ils avaient été informés d'une perte très supérieure à celle qui était attendue par le marché et de nature à peser sur le cours du titre Cyrano.

S'agissant des griefs relatifs au manquement à l'obligation d'information, la Commission a considéré que le retard dans l'annonce des résultats pouvait être justifié, d'une part, par le contexte de croissance externe de la société qui nécessitait d'analyser avec attention le résultat 1998/1999 afin de distinguer la quote-part relevant de pertes exceptionnelles liées à l'accroissement de son périmètre d'une véritable perte d'exploitation et, d'autre part, par le fait que le travail d'analyse du résultat n'avait pu être réalisé par le président de la société que les 21 et 22 octobre 1999.

Sur le grief relatif aux modalités de l'annonce faite le 25 octobre 1999, la Commission a estimé que le président de la société avait démontré avoir accompli toutes les démarches nécessaires pour assurer la diffusion concomitante de l'information dans la presse

²⁵ Bulletin mensuel COB, n° 379 de mai 2003, pages 69 à 83.

et par internet et qu'il apparaissait qu'aucun défaut de maîtrise de la diffusion de l'information ne pouvait en l'occurrence lui être imputé.

Sur le grief relatif à des ventes effectuées sur la base d'informations privilégiées le 21 octobre 1999 par M. Philippe Reynaud de La Gardette, vice-président exécutif chargé notamment de la communication financière, de 1 000 titres Cyrano qu'il détenait alors que, de l'aveu même de l'intéressé, il travaillait ce jour-là sur l'analyse des résultats arrêtés par le Conseil d'administration le 15 octobre en vue de préparer la communication aux analystes financiers, la Commission a considéré que M. Philippe Reynaud de La Gardette avait fait usage d'une information privilégiée.

La Commission a également considéré que, s'agissant des ventes effectuées par M. Philippe Reynaud de La Gardette le 17 septembre 1999, celui-ci s'était lui-même désigné dans son audition comme l'un des trois dirigeants informés des résultats en sa qualité de chargé de la communication financière et que, en tout état de cause, il ne pouvait pas, en cette qualité ne pas avoir eu communication immédiate des résultats de la société dès qu'ils avaient été établis et arrêtés. Au surplus, M. Philippe Reynaud de La Gardette n'avait pas pu donner d'explications convaincantes sur d'autres motifs qu'auraient eu ses ventes.

La Commission a, en conséquence, estimé que le manquement d'initié était constitué à l'encontre de M. Philippe Reynaud de La Gardette en ce qui concerne les 7 256 titres vendus le 17 septembre 1999 et les 1 000 titres vendus le 21 octobre 1999.

Elle a prononcé une sanction pécuniaire de 10 000 euros à l'encontre de M. Philippe Reynaud de La Gardette et a décidé de publier sa décision dans son bulletin mensuel²⁶ ainsi qu'au Journal Officiel.

La Commission a abandonné les griefs de manquements d'initiés notifiés à d'autres dirigeants de la société mais non caractérisés.

3 À l'encontre de MM. Thierry Nakache et Marc Vernusse, décision de sanction du 4 février 2003

Dans le prolongement d'une demande d'assistance de la *Securities and Exchange Commission*, la COB a constaté que MM. Thierry Nakache et Marc Vernusse, responsables des activités de « *trading* » sur valeurs françaises au sein de la société ABN-AMRO Securities France, avaient mis en place, en septembre 1998, une stratégie de manipulation de cours sur le marché du titre Renault.

Bien que les interventions initiées par MM. Thierry Nakache et Marc Vernusse aient eu pour objet d'entraver le libre établissement du cours du titre Renault et d'induire en conséquence autrui en erreur, en méconnaissance de l'article 3 du règlement n° 90-04 relatif à l'établissement de cours, la Commission a considéré que le mouvement de cours qu'ils avaient provoqué ne revêtait pas totalement un caractère artificiel du fait notamment que le volume des achats réalisés sur le marché avait été *in fine* inférieur à ce qui aurait été nécessaire pour atteindre le cours souhaité.

Elle a en conséquence considéré qu'il y avait lieu, au cas d'espèce, de limiter la responsabilité de MM. Thierry Nakache et Marc Vernusse et a prononcé une sanction pécuniaire pour chacun de 100 euros²⁷.

4 À l'encontre de Mme Régina Rubens et de Mme Séverine Chapellier, décision de sanction du 4 mars 2003

La Commission a constaté que la société Régina Rubens (RRSA) avait eu recours à un mécanisme frauduleux, destiné à afficher un chiffre d'affaires conforme aux prévisions préalablement communiquées au public, ayant permis de faire apparaître une croissance fictive du chiffre d'affaires et de masquer les irrégularités commises au moyen d'un « compte d'attente » permettant d'équilibrer les mouvements de banque non justifiés.

Elle a estimé que la société RRSA avait communiqué au public une information inexacte, imprécise et trompeuse sur ses comptes sociaux et consolidés des exercices 1999 et 2000, notamment sur son chiffre d'affaires, ses résultats et ses dettes.

La Commission a considéré que Mme Régina Rubens était, en sa qualité de présidente du conseil d'administration de la société, la première responsable des manquements commis aux articles 2 et 3 du règlement n° 98-07 relatif à l'obligation d'information du public. Elle a également estimé que ces manquements pouvaient être imputés à Mme Séverine Chapellier qui était à la fois directeur général, directeur administratif et financier en charge de l'information financière dans la société RRSA.

La Commission a constaté l'effondrement de la capitalisation boursière après reprise de la cotation à la suite de la publication d'une information sur la situation réelle de la société.

En conséquence, elle a prononcé une sanction pécuniaire de 250 000 euros à l'encontre de Mme Régina Rubens et de 160 000 euros à l'encontre de Mme Séverine Chapellier et a décidé de publier sa décision dans son bulletin mensuel²⁸ ainsi qu'au Journal Officiel.

Au moment de la rédaction du présent rapport cette décision faisait l'objet de recours devant la Cour d'appel de Paris de la part de Mmes Régina Rubens et Séverine Chapellier.

5 À l'encontre de M. Elie Vannier

5/a

La décision de sanction administrative du 14 avril 2003

La Commission a considéré que M. Elie Vannier, directeur général et financier de la société GrandVision, avait donné par téléphone, le 28 août 2000, des informations précises et non publiques relatives au contenu du résultat semestriel qui allait être annoncé par la société GrandVision le 6 septembre 2000, à un analyste financier de la société Exane, Mme Anne de Vésian, afin de corriger les prévisions chiffrées que celle-ci lui avait soumises.

Dès la fin de la conversation téléphonique avec M. Elie Vannier, l'analyste avait rédigé un message

²⁶
Bulletin mensuel COB,
n° 380 d'octobre 2003,
pages 7 à 18.

²⁷
Bulletin mensuel COB,
n° 379 de mai 2003,
pages 85 à 90.

²⁸
Bulletin mensuel COB,
n° 380 de juin 2003,
pages 33 à 43.

électronique à destination des vendeurs de la société Exane, puis le lendemain, le 29 août, « une brève » diffusée auprès des clients de la société Exane, corrigeant ses prévisions initiales, le résultat net semestriel de la société étant ramené de 14,3 à 8,8 millions d'euros et la prévision annuelle de 43,3 à 35,1 millions d'euros.

Quatre autres analystes de la place, au vu de l'effet à la baisse sur le cours du titre Grandvision consécutif à la diffusion auprès des vendeurs et des clients d'Exane faite par Mme Anne de Vésian, avaient pris contact téléphonique avec M. Elie Vannier, et rectifié ensuite dans le même sens leurs prévisions initiales, qui étaient comparables à l'analyse de départ de Mme Anne de Vésian.

Le résultat net semestriel annoncé au public par la société GrandVision le 6 septembre 2000 s'est effectivement élevé à 8,9 millions d'euros.

La Commission a estimé que M. Elie Vannier avait commis un manquement à l'article 2 alinéa 2 de son règlement n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée, qui a eu pour effet de fausser le fonctionnement du marché et de porter atteinte à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs.

En conséquence, la Commission a prononcé une sanction pécuniaire de 15 000 euros à l'encontre de M. Elie Vannier et a décidé de publier sa décision dans son bulletin mensuel²⁹ ainsi qu'au Journal Officiel.

La Commission a, par ailleurs, considéré que la responsabilité personnelle de Mme Anne de Vésian, jeune analyste financière, ne pouvait être retenue dans la mesure où elle avait immédiatement informé son supérieur hiérarchique au sein de la société Exane qui avait validé la diffusion des informations à laquelle elle a procédé. Elle a, toutefois, décidé d'adresser un rappel à la société Exane de ses obligations en matière de diffusion d'informations et notamment des précautions à prendre pour éviter de diffuser des informations privilégiées, pour être encore inconnues du public.

Après avoir relevé que l'émetteur n'était pas compris dans l'énumération de l'article 2 de son règlement n° 90-08 des personnes passibles de sanctions, la Commission a décidé de ne pas prononcer de sanction à l'encontre de la société GrandVision.

5/b

L'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 24 février 2004

M. Elie Vannier a formé un recours en annulation devant la Cour d'appel de Paris, à l'encontre de la décision de sanction prononcée par la Commission le 14 avril 2003.

La Cour a considéré que l'information délivrée à Mme Anne de Vésian par M. Elie Vannier sur l'existence de charges exceptionnelles et de frais financiers liées à l'ouverture de magasins n'était ni précise ni non publique et que dès lors en attirant son attention sur des données qu'elle était réputée connaître, M. Vannier ne lui avait transmis aucune information précise inconnue d'elle, « *peu important que les informations à la disposition du public n'aient pas permis à cette analyste d'anticiper le résultat effectif dans son projet de "brève"* ».

La Cour d'appel a ensuite estimé que la Commission ne pouvait pas tirer la preuve du manquement de ce que les informations relatives aux frais financiers n'étaient pas connues du public et de ce que le cours du titre GrandVision a chuté dès leur communication à certains professionnels par Mme de Vésian dans la mesure où cette dernière « *ne s'est pas bornée à transmettre les éléments d'information dont a fait état M. Vannier mais a procédé à une analyse de ceux-ci qui l'a conduit à émettre un avis* » et que « *la dramatisation de la présentation des données générales* » contenues dans le message rédigé par Mme de Vésian était, à elle seule, et « *quel que soit le caractère public de celle-ci, de nature à susciter la suspicion sur la valeur du titre et à entraîner, en conséquence, le mouvement de vente qui s'en est immédiatement suivi* ».

Elle a également considéré qu'il ne pouvait être tiré aucune conclusion de la concordance relevée entre les chiffres du résultat net semestriel annoncé par la société GrandVision le 6 septembre 2000 et les prévisions diffusées les 28 et 29 août 2000 par Mme de Vésian, que l'analyse de cette dernière avait pris en compte des chiffres qui se sont révélés éloignés de la réalité pour annoncer un résultat de 8,8 millions d'euros et qu'« *il n'est pas significatif que la société a annoncé un résultat de 8,9 millions d'euros, proche de cette prévision, mais résultant de données différentes* ».

La Cour a conclu de ces faits que le caractère privilégié des informations communiquées par M. Vannier n'était pas établi, « *aucun élément ou faisceau d'indices ne permettant de retenir qu'elles étaient inconnues du public et précises* ».

La Cour a annulé en conséquence la décision de sanction prononcée par la Commission à l'encontre de M. Vannier.

L'AMF a formé un pourvoi en cassation à l'encontre de cet arrêt.

6

À l'encontre de MM. Lucien Di Vita et Jean-Pierre Lanctuit, décision de sanction du 15 avril 2003

La Commission a constaté que MM. Lucien Di Vita, administrateur et secrétaire général de la société Sidel, et Jean-Pierre Lanctuit, responsable des filiales étrangères de la société Sidel, avaient acquis respectivement 10 000 et 2 000 actions de la société Sidel alors qu'ils disposaient d'une information privilégiée relative à la mise au point du procédé Actis et à la certitude que le très important potentiel de développement que la société pouvait espérer retirer de cette innovation allait faire l'objet d'un communiqué de presse dans les jours suivants.

La Commission a estimé que cette information présentait un caractère privilégié dans la mesure où elle était précise, confidentielle et susceptible d'avoir une incidence sur le cours, comme l'a d'ailleurs illustré le fait que le lendemain de la publication du communiqué de la société le cours de l'action Sidel a connu une hausse de près de 30 %.

Elle a par ailleurs considéré que l'information privilégiée était détenue par MM. Lucien Di Vita et

29
Bulletin mensuel COB,
n° 381 de juillet-août 2003,
pages 193 à 209.

Jean-Pierre Lanctuit et que, même si M. Lucien Di Vita soutenait que ses achats n'avaient pas été déterminés par la connaissance de l'annonce publique prochaine du lancement du procédé Actis, il pesait en tout état de cause sur celui qui était en possession d'une information privilégiée un devoir absolu d'abstention, *a fortiori* s'agissant d'un dirigeant social.

Pour ces motifs, la Commission a considéré que les acquisitions de titres effectuées par MM. Lucien Di Vita et Jean-Pierre Lanctuit méconnaissaient les articles 2 et 5 du règlement COB n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée.

En conséquence, la Commission a prononcé une sanction pécuniaire de 226 560 euros à l'encontre de M. Lucien Di Vita et de 81 960 euros à l'encontre de M. Jean-Pierre Lanctuit, soit trois fois les plus-values moyennes réalisées, et a décidé de publier sa décision dans son bulletin mensuel³⁰ ainsi qu'au Journal Officiel.

Seul M. Di Vita a exercé un recours contre cette décision. Il s'en est ensuite désisté comme l'a constaté la Cour d'appel de Paris dans son arrêt du 25 novembre 2003.

7 À l'encontre de la société XRT-CERG, décision de sanction du 29 avril 2003

La Commission a constaté que la société XRT-CERG avait, dans un premier communiqué de presse du 14 février 2000 ainsi que dans un nouveau communiqué du 21 avril 2000, indiqué que son offre de solutions aux entreprises, articulée autour d'un nouveau concept d'optimisation des flux financiers des entreprises et de leurs relations avec les banques, lui ouvrait des « *perspectives enthousiasmantes* » et devait lui permettre d'améliorer de façon décisive sa croissance. Il a été démontré que dès le 10 février 2000, le conseil de surveillance de la société anticipait pour son exercice 2000 une perte importante.

Dans ces conditions, la Commission a estimé que si une société n'est pas obligée de communiquer des résultats prévisionnels, dès lors qu'elle le fait, ses prévisions, même non chiffrées, doivent, notamment, pour respecter les principes d'une bonne information définis à l'article 3 du règlement COB n° 98-07 relatif à l'obligation d'information du public, être assorties d'avertissements sur les incertitudes qui les affectent.

Elle a également considéré qu'en l'espèce, il existait une contradiction objective entre les annonces de la société et la connaissance de la survenance prochaine de pertes et que la société XRT-CERG « *ne saurait s'exonérer de sa responsabilité dans la communication incomplète et de ce fait trompeuse en faisant état de l'illusion collective qui valait à l'époque quant à l'appréciation des valeurs internet* ».

En conséquence, la Commission a prononcé une sanction pécuniaire de 100 000 euros à l'encontre de la société XRT-CERG et a décidé de publier sa décision dans son bulletin mensuel³¹ ainsi qu'au Journal Officiel.

La société a exercé un recours contre cette décision puis elle s'en est désistée, ce qu'a constaté la Cour d'appel de Paris dans son arrêt du 9 décembre 2003.

8 À l'encontre de Mme Corinne Bourgoin

8/a

La décision de sanction administrative du 10 juin 2003

La Commission a considéré que Mme Corinne Bourgoin, présidente de la société Duc, présidente de la société BSA Bourgoin et dirigeante de la société BSAD, avait communiqué pour le compte de la société Duc, depuis son introduction au Second marché le 4 juillet 1997, une information inexacte et imprécise concernant les relations financières et les flux financiers existants entre les sociétés du groupe Bourgoin.

En effet, la note d'information élaborée à l'occasion de l'introduction de la société Duc au Second marché indiquait que l'activité de la société « *avait été isolée dans une nouvelle entité totalement autonome sur les plans juridique, technique et économique* ». Cette autonomie ne s'est jamais concrétisée dans les faits, la société Duc étant fortement dépendante des sociétés BSAD et BSA Bourgoin en matière de gestion de trésorerie et de concours bancaires.

Ainsi, dans le document de référence de la société Duc publié en 1998, s'agissant de ses relations financières avec le groupe Bourgoin, la société précisait simplement dans une note de bas de page que : « *Le poste "autres créances" se compose essentiellement des comptes courants vis-à-vis de BSA Bourgoin et BSAD* ». Ce poste "autres créances" visait les prêts cumulatifs qualifiés de créance à moins d'un an accordés aux sociétés BSAD et BSA Bourgoin.

Or, à aucun moment le public n'a été informé de la nature exacte des flux financiers entre les deux sociétés - qui n'ont, au demeurant, fait l'objet d'une convention de trésorerie que le 4 janvier 1999 - , de l'évolution de ce compte courant et des modalités de remboursement de cette créance.

Cette absence d'information du public a perduré alors que la société BSAD connaissait de graves difficultés financières qui l'ont conduite à déposer son bilan le 17 mars 2000, rendant la créance irrécouvrable, la société Duc dans ses communiqués de presse, au début de l'année 2000, se bornant simplement à évoquer la croissance de son chiffre d'affaires et de ses résultats, sans faire état des difficultés de la société BSAD et de leurs conséquences sur l'activité de Duc.

La Commission a donc considéré que Mme Bourgoin, présidente de la société Duc, présidente et dirigeante des autres sociétés du groupe (BSA Bourgoin et BSAD), avait commis un manquement aux obligations définies par les articles 2 et 3 de son règlement n° 98-07 relatif à l'obligation d'information du public.

En conséquence, la Commission a prononcé une sanction pécuniaire de 250 000 euros à l'encontre de Mme Bourgoin et a décidé de publier sa décision dans son bulletin mensuel³² ainsi qu'au Journal Officiel.

Mme Bourgoin a formé devant la Cour d'appel de Paris un recours en annulation de cette décision.

8/b

L'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 2 mars 2004

Cet arrêt a rejeté le recours en annulation formé par Mme Corinne Bourgoin contre la décision de sanction

³⁰ Bulletin mensuel COB, n° 381 de juillet-août 2003, pages 210 à 219.

³¹ Bulletin mensuel COB, n° 381 de juillet-août 2003, pages 220 à 229.

³² Bulletin mensuel COB, n° 381 de juillet-août 2003, pages 231 à 244.

prononcée par la Commission à son encontre le 10 juin 2003.

Sur la communication d'une information inexacte, imprécise et trompeuse

La Cour a confirmé que Mme Bourgoïn avait failli à son obligation d'information exacte, précise et sincère et que ce manquement avait eu une incidence significative sur le cours du titre.

Elle a considéré que l'information publiée avait eu pour effet de cacher la réalité de la dépendance financière de la société Duc à l'égard des autres sociétés du groupe Bourgoïn et notamment des sociétés BSAD, dont Mme Bourgoïn était également présidente, et BSA Bourgoïn, dont elle était directeur général, l'enquête ayant établi que ces deux sociétés avaient prélevé par le biais des comptes courants ouverts dans les livres de la société Duc ses excédents de trésorerie.

La Cour a précisé, par ailleurs, qu'il importait peu que ces comptes courants préexistent à l'introduction en bourse dans la mesure où Mme Bourgoïn ne pouvait pas ignorer dès l'année 1999, que, compte tenu des difficultés que les sociétés BSAD et BSA Bourgoïn rencontraient et qui allaient entraîner le dépôt de bilan de la société BSAD le 17 mars 2000, les sommes portées en débit des comptes-courants ne pourraient jamais être recouvrées.

Elle a observé que ce qui était présenté à l'origine comme une remontée de flux tenant à une volonté de gestion centralisée des finances du groupe s'est révélé être un mécanisme occulte de financement permanent et que pour faire face aux difficultés de trésorerie rencontrées en raison de ces prélèvements, la société Duc avait dû recourir à des emprunts bancaires.

La Cour a précisé, en outre, qu'il était fait grief à Mme Bourgoïn de ne pas avoir, à partir de 1999, fourni au public l'information exacte, précise et sincère qu'il était en droit d'attendre sur l'évolution des comptes et sur le fait que les créances, présentées comme étant des créances à moins d'un an, étaient en réalité d'une autre nature et, en fait irrécouvrables en raison des difficultés rencontrées par les sociétés débitrices.

Elle a considéré enfin que Mme Bourgoïn n'avait pas porté à la connaissance du public la convention de compte courant et d'avance de trésorerie du 4 janvier 1999 qui avait pour effet, notamment, de modifier la nature des sommes avancées par la société Duc aux autres sociétés du groupe Bourgoïn en ce qu'elle modifiait la durée et les modalités de remboursement des comptes courants.

Sur la conformité de la sanction pécuniaire au principe de proportionnalité

La Cour a considéré que, compte tenu de la gravité des manquements à la bonne information du public, des avantages que Mme Bourgoïn en avait tirés en restant à la tête des sociétés du groupe et du préjudice qui en était résulté pour les investisseurs, du fait notamment que le titre ait perdu en quelques mois près de la moitié de sa valeur, la Commission avait fait une juste application du principe de proportionnalité en prononçant une sanction pécuniaire de 250 000 euros et en décidant de publier sa décision dans son bulletin mensuel et au Journal Officiel.

9

À l'encontre de la société Prismaflex International, décision de sanction du 24 juin 2003

La Commission a constaté que la société Prismaflex International n'avait pas établi ni fait enregistrer auprès d'elle de document de référence concernant l'exercice clos au 31 mars 2001 contrairement aux prescriptions de l'article 3 de son règlement n° 95-01 relatif à l'information à diffuser à l'occasion d'opérations réalisées sur le Nouveau marché.

Elle a considéré que l'argument des difficultés financières apparues au sein de la société Prismaflex International ne saurait à lui seul justifier ce manquement.

Elle a, toutefois, relevé que la société avait fait enregistrer un document de référence concernant l'exercice clos au 31 mars 2002 et intégrant l'ensemble des informations qui auraient dû figurer dans le document de référence de l'exercice clos au 31 mars 2001.

En conséquence, la Commission a prononcé une sanction pécuniaire 1 000 euros à l'encontre de la société Prismaflex International et a décidé de publier sa décision dans son bulletin mensuel³³ ainsi qu'au Journal Officiel.

10

À l'encontre de la société Artprice.Com, décision de sanction du 24 juin 2003

La Commission a constaté que la société Artprice.Com n'avait pas établi dans les délais impartis concernant l'exercice clos au 31 décembre 2000 de document de référence susceptible d'être enregistré par la COB dans les conditions fixées par l'article 3 de son règlement n° 95-01 relatif à l'information à diffuser à l'occasion d'opérations réalisées sur le Nouveau marché.

La Commission a relevé que la société Artprice.Com lui avait envoyé un projet de document de référence le 22 février 2002, soit huit mois après la date limite de dépôt et que, de ce fait, elle n'avait pas pu enregistrer ce document.

La Commission a, en outre, constaté que la société Artprice.Com avait produit, le 21 juin 2002, un projet de document de référence concernant les comptes de l'exercice clos au 31 décembre 2001. Toutefois, comme pour le précédent document déposé, la société n'a jamais répondu à la demande d'informations complémentaires faite par la Commission, aucun document de référence n'a donc pu être enregistré.

La Commission a également relevé que la société Artprice.Com n'avait fait enregistrer aucun autre document de référence depuis son introduction en bourse le 21 janvier 2000.

La Commission a considéré que les arguments invoqués par la société Artprice.Com, notamment, l'inexpérience de la direction administrative et financière de la société, l'incompétence alléguée de l'actionnaire de référence auquel la société dit s'en être remis pour avaliser son information financière et la défaillance de son agence de communication ne sauraient exonérer la société de sa responsabilité

³³ Bulletin mensuel COB, n° 381 de juillet-août 2003, pages 245 à 250.

dans le manquement à l'obligation de faire enregistrer un document de référence complet pour l'exercice clos au 31 décembre 2000.

En conséquence, la Commission a prononcé une sanction pécuniaire 30 000 euros à l'encontre de la société Artprice.Com et a décidé de publier sa décision dans son bulletin mensuel³⁴ ainsi qu'au Journal Officiel.

11

À l'encontre de la société Cyber Press Publishing, décision de sanction du 17 juillet 2003

La Commission a constaté que la société Cyber Press Publishing n'avait pas établi dans les délais impartis concernant l'exercice clos au 31 décembre 1999 de document de référence complet susceptible d'être enregistré par la COB dans les conditions fixées par l'article 3 de son règlement n° 95-01 relatif à l'information à diffuser à l'occasion d'opérations réalisées sur le Nouveau marché.

Ella a considéré que les motifs invoqués par la société, notamment, le contexte économique particulier de l'époque, son inexpérience et le fait que les investisseurs disposaient par ailleurs des informations relatives à la situation de la société, ne sauraient à eux seuls justifier ce manquement aux dispositions de l'article 3 de ce règlement.

Elle a, toutefois, relevé que la société Cyber Press Publishing avait fait enregistrer le 28 septembre 2001 un document de référence intégrant les comptes de l'exercice clos au 31 décembre 2000 et avait déposé le 2 juillet 2002 un projet de document de référence concernant les comptes de l'exercice clos au 31 décembre 2001 qu'elle n'avait finalement pas pu enregistrer en raison de l'acquisition par la société Cyber Press Publishing du Groupe J&B Entertainment.

En conséquence, la Commission a prononcé une sanction pécuniaire de 1 000 euros à l'encontre de la société Cyber Press Publishing et a décidé de publier sa décision dans son bulletin mensuel³⁵ ainsi qu'au Journal Officiel.

12

À l'encontre de la société It Link, décision de sanction du 17 juillet 2003

La Commission a constaté que la société It Link n'avait pas établi dans les délais impartis, pour l'exercice clos au 31 décembre 2000, de document de référence susceptible d'être enregistré par la COB dans les conditions fixées par 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.

Ella a considéré que l'argument des problèmes d'organisation d'ordre interne au sein de la société It Link ne saurait à lui seul justifier ce manquement aux dispositions de l'article 3 de ce règlement.

La Commission a, toutefois, relevé que la société It Link avait fait enregistrer un document de référence le 16 janvier 2003 intégrant les comptes consolidés semestriels de la société au 30 juin 2002 et avait

déposé auprès d'elle un nouveau document de référence le 28 mai 2003, concernant les comptes de l'exercice clos au 31 décembre 2002.

En conséquence, la Commission a prononcé une sanction pécuniaire 1 000 euros à l'encontre de la société It Link et a décidé de publier sa décision dans son bulletin mensuel³⁶ ainsi qu'au Journal Officiel.

13

À l'encontre de M. Michel Schott, directeur général de la société Info Réalité, décision de sanction du 18 septembre 2003

La Commission a constaté que la société Info Réalité avait diffusé des informations inexactes, imprécises et trompeuses sur ses comptes sociaux et consolidés au titre des exercices 1999 et 2000.

Elle a notamment considéré que les plus-values de cessions de titres classés en immobilisations financières au bilan auraient dû être enregistrées en résultat exceptionnel et non en résultat courant et qu'une créance significative de 9,9 millions de francs détenue par la société Info Réalité aurait dû être provisionnée en totalité conformément au principe de prudence comptable.

La Commission a également constaté que la société Info Réalité avait procédé à une majoration artificielle de son chiffre d'affaires de l'exercice 2000 en y intégrant le chiffre d'affaires d'une société dont elle n'avait pas effectivement le contrôle.

Elle a considéré que les manquements commis aux articles 2 et 3 du règlement COB n° 98-07 relatif à l'obligation d'information du public pouvaient être imputés à M. Michel Schott, en sa qualité de président directeur général, d'administrateur et de responsable de la communication financière de la société Info Réalité.

En conséquence, la Commission a prononcé une sanction pécuniaire de 100 000 euros à l'encontre de M. Michel Schott et a décidé de publier sa décision dans son bulletin mensuel³⁷ ainsi qu'au Journal Officiel.

Cette décision a fait l'objet d'un recours conjoint devant la Cour d'appel de Paris par Mme Schott et M^e Mauhin, liquidateur et représentant des créanciers dans la procédure de liquidation judiciaire ouverte à l'égard de M. Michel Schott personnellement.

14

À l'encontre de M. Clément Barber, décision de sanction du 7 octobre 2003

La Commission a constaté que la société Kempen avait acheté pendant le mois de mars 2001, par l'intermédiaire de la société Crédit Agricole Indosuez Cheuvreux (ci-après CAIC) et, plus précisément, sur la base d'une information privilégiée qui lui avait été communiquée par M. Clément Barber, « vendeur actions » au CAIC, un total de 164 150 actions de la société Sidel.

Elle a considéré que cette information privilégiée, portant sur la chance sérieuse que la société Tetra Laval dépose de façon imminente une offre publique d'achat sur les titres composant le capital de Sidel, présentait un caractère précis dans la mesure où la

³⁴ Bulletin mensuel COB, n° 382 de septembre 2003, pages 143 à 149.

³⁵ Bulletin mensuel COB, n° 382 de septembre 2003, pages 151 à 157.

³⁶ Bulletin mensuel COB, n° 382 de septembre 2003, pages 159 à 164.

³⁷ Bulletin mensuel COB, n° 383 d'octobre 2003, pages 19 à 30.

volonté des deux parties de parvenir à la concrétisation du projet était notamment prouvée, même en l'absence de fixation d'un prix, par leur décision du 15 février 2001 de formaliser un accord de confidentialité relatif à cette opération.

La Commission a également considéré que M. Clément Barber détenait cette information privilégiée au regard d'un solide faisceau d'indices, au premier rang desquels figurait l'écoute des conversations téléphoniques entre M. Clément Barber et l'acheteur ; que M. Clément Barber avait transmis cette information privilégiée à la société Kempen et que les achats de la société Kempen, du fait de leur volume, avaient nécessairement faussé le bon fonctionnement du marché.

Par ces motifs, elle a considéré que M. Clément Barber avait méconnu les articles 4 et 5 du règlement COB n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée.

En conséquence, la Commission a prononcé une sanction pécuniaire à l'encontre de M. Clément Barber limitée à 1 000 euros en raison de l'inexpérience de ce dernier dans le métier de la vente aux investisseurs institutionnels et du fait qu'il n'avait tiré aucun profit personnel de la transmission de l'information privilégiée qui, au contraire, avait été à l'origine de son licenciement. Elle a également décidé de publier sa décision dans son bulletin mensuel³⁸ ainsi qu'au Journal Officiel.

15, À l'encontre de la société Sidel, décision de sanction du 7 octobre 2003

La Commission a constaté que la société Sidel avait rendu publiques des informations prévisionnelles concernant la hausse de son chiffre d'affaires pour l'exercice 2000 par un communiqué de presse du 13 février 2001.

Elle a considéré que ce communiqué comportait une information imprécise et trompeuse en ce qu'il ne faisait pas état de l'évolution défavorable du résultat d'exploitation et du résultat net alors que la société en avait une connaissance assez précise.

La Commission a estimé que, même si l'offre publique d'achat de la société Tetra Laval modifiait le contexte de la communication financière, comme le soulignait la société Sidel dans ses écritures, il apparaissait en l'espèce que les dirigeants de la société Sidel s'étaient placés exclusivement dans la perspective de leur négociation avec Tetra Laval et avaient privilégié dans une proportion fautive la valorisation du titre Sidel par rapport au nécessaire respect de la sincérité de l'information.

Elle a également estimé que la communication au marché par la société Sidel d'une information imprécise et trompeuse avait conduit à fausser le fonctionnement du marché en ce que la valorisation de l'action Sidel avait résulté d'arbitrages fondés sur des éléments inexacts.

Par ces motifs, la Commission a considéré que la société Sidel avait méconnu l'article 3 du règlement COB n° 98-07 relatif à l'obligation d'information du public.

En conséquence, elle a prononcé une sanction pécuniaire de 30 000 euros à l'encontre de la société Sidel et a décidé de publier sa décision dans son bulletin mensuel³⁹ ainsi qu'au Journal Officiel.

16 À l'encontre de la société Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel de Paris et d'Île de France (CADIF), la société Crédit Agricole Indosuez Cheuvreux (CAIC) et M. Dominique Chupin, directeur financier de la CADIF, décision de sanction du 20 octobre 2003

Dans le cadre du projet d'introduction en bourse de Crédit Agricole S.A., la Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel de Paris et d'Île de France (CADIF) a annoncé, le 13 juillet 2001, qu'elle fixait à 68,10 euros le prix des certificats coopératifs d'associés (CCA), émis en vue de la prise de participation de 25 % à son capital de la Caisse Nationale de Crédit Agricole (CNCA).

Ce prix résultait d'une méthode de valorisation des CCA reposant sur la moyenne des cours de bourse des certificats coopératifs d'investissement (CCI) de la CADIF, appréciée sur une période de neuf mois se terminant le 30 juin 2001. Or, il est apparu que le cours des CCI avait fortement progressé entre janvier et mai 2001, avant de se stabiliser à un niveau élevé jusqu'en juillet 2001.

Sur le manquement de manipulation de cours

La Commission a considéré que l'établissement du cours du CCI de la CADIF n'avait pas résulté, du 2 au 11 juillet 2001, de la libre confrontation sur le marché des ordres d'achat et de vente, mais avait été déterminé par des interventions qui avaient pour objet d'entraver l'établissement du prix sur ce marché et d'induire autrui en erreur.

En effet, la CADIF et son directeur financier, M. Dominique Chupin, ont transmis au CAIC, - à la fois teneur du contrat destiné à assurer la liquidité du CCI sur le marché, en charge de la mise en œuvre du programme de rachat de ses CCI par la CADIF et de l'exécution des ordres que la CADIF lui passait à l'achat de CCI pour le compte de la société Auxiliaire de Crédit Agricole Mutuel, - des ordres d'achat de CCI destinés à empêcher la baisse du cours des CCI.

La responsabilité de la personne morale CADIF en sa qualité d'émetteur de CCI a été engagée du fait que la manipulation du cours du CCI par son directeur financier révélait un défaut de contrôle de la direction générale de la CADIF, laquelle, dans la perspective de la cotation du Crédit Agricole, avait été destinataire de courriers datés des 16 juin 2000 et 6 juillet 2000 adressés par le directeur général de la CNCA aux Caisses régionales, invitant ces dernières à s'abstenir de toute intervention sur les CCI.

La responsabilité de M. Dominique Chupin a été retenue du fait que, bénéficiant d'une totale autonomie opérationnelle au sein de la CADIF, il avait personnellement commis les manquements relevés, le règlement COB n° 90-04 visant expressément toute « personne » intervenant sur le cours dans le but de

³⁸ Bulletin mensuel COB, n° 383 d'octobre 2003, pages 31 à 36.

³⁹ Bulletin mensuel COB, n° 383 d'octobre 2003, pages 37 à 44.

l'entraver ou d'induire autrui en erreur, lui étant applicable.

La responsabilité du CAIC a été engagée du fait qu'il avait non seulement exécuté les instructions de la CADIF et de M. Dominique Chupin en parfaite connaissance de leur objectif de manipulation du cours du CCI, mais avait en outre apporté une contribution active et autonome pour assurer leur effectivité, en violation des dispositions du règlement COB n° 90-04.

La Commission a considéré que les interventions du CAIC dans le cadre du contrat de liquidité le liant à la CADIF ne pouvaient être considérées comme des interventions légitimes à contre-tendance du marché, l'intervention à contre-tendance autorisée consistant à acheter à la baisse et vendre à la hausse et permettant seulement de lisser le cours, mais en aucun cas de bloquer son évolution naturelle.

La participation de la société émettrice au contrat de liquidité entraînant son assujettissement et celui du teneur de ce contrat au dispositif encadrant le rachat par une société de ses propres actions posé par le règlement COB n° 90-04, plusieurs manquements aux articles 6 et 7 du règlement COB n° 90-04 ont été en outre caractérisés de ces chefs à l'encontre de la CADIF et du CAIC.

Le CAIC avait en effet effectué plusieurs dépassements du volume maximal de 25 % de la moyenne des transactions quotidiennes constatées sur une période de référence précédant l'intervention de cinq jours de bourse pour les valeurs cotées sur le marché à règlement mensuel, avait été présent à deux reprises dans le carnet d'ordres au fixing d'ouverture de la cotation du CCI et avait acheté à trois reprises des CCI au moment du fixing de clôture, opérant ainsi des interventions à des moments-clés les 3, 4 et 11 juillet 2001.

Pour les ordres passés à l'ouverture et non exécutés, la COB a estimé que le CAIC n'était pas autorisé à entrer un ordre en carnet avant l'ouverture, du fait que son positionnement était de nature à influencer le comportement des autres acheteurs.

En outre, si la présomption de légitimité posée par le deuxième alinéa de l'article 7 du règlement COB n° 90-04 constitue une présomption simple et qu'en conséquence, l'émetteur ou l'intermédiaire intervenant sur le marché peut rapporter la preuve de ce que son intervention en dehors du cadre de la présomption est néanmoins légitime, en l'espèce ni la CADIF ni le CAIC ne pouvaient rapporter la preuve que ces interventions n'avaient pas pour « *objet d'entraver le fonctionnement régulier du marché et d'induire autrui en erreur* », du fait que tel était précisément leur objet.

La Commission a considéré que le CAIC était intervenu en parfaite connaissance de cause pour relayer la volonté de la CADIF et de M. Dominique Chupin de stabiliser le cours du CCI aux alentours de 71 euros durant la période incriminée et avait arrêté lui-même les moyens d'atteindre le but fixé, en choisissant de ne pas respecter les limites réglementaires imposées pour la mise en œuvre du contrat de liquidité.

Sur le non-respect par la CADIF de la période d'abstention d'intervention de l'émetteur sur ses propres titres

L'article 8 du règlement COB n° 90-04 précise qu'« (...) *un émetteur doit s'abstenir d'intervenir sur ses propres titres (...) pendant la période comprise entre la date à laquelle cet émetteur a connaissance d'une information qui, si elle était rendue publique, pourrait avoir une influence significative sur le cours des titres de l'émetteur et la date à laquelle cette information est rendue publique* (...) ».

La Commission a constaté que la CADIF avait connaissance, à la date du 5 juillet 2001, des modalités envisagées du projet de cotation de la CNCA, information confidentielle qui, si elle était rendue publique, pouvait avoir une influence significative sur le cours de son CCI.

Or, les interventions du CAIC sur le CCI au titre du contrat de liquidité avaient continué, à la demande de la CADIF, à être menées alors même que cette dernière disposait depuis le 5 juillet 2001 d'informations non publiques concernant le schéma du projet de cotation du Crédit Agricole et certaines de ses incidences sur les Caisses Régionales, le projet de cotation du Crédit Agricole et les précisions sur les mesures d'accompagnement concernant les porteurs de CCI n'ayant été annoncés au public que le 13 juillet 2001, dans un communiqué publié dans La Tribune.

La Commission a estimé que le principe d'abstention d'intervention de l'émetteur sur ses propres titres pendant la période comprise entre la date à laquelle cet émetteur a connaissance d'une information qui, si elle était rendue publique, pourrait avoir une influence significative sur le cours de ses titres et la date à laquelle cette information est rendue publique, n'avait pas en conséquence été respecté par la CADIF.

Sur la communication d'une information privilégiée par M. Dominique Chupin

La Commission a considéré que l'information relative au mécanisme de rachat des CCI de la CADIF mis en place au profit des actionnaires et comportant une indication de prix revêtait les caractères d'une information privilégiée.

Avant le 13 juillet 2001, l'information sur le mécanisme précis de liquidité des CCI était traitée de manière confidentielle par le Groupe Crédit Agricole, et notamment par la CADIF, et cette information, selon laquelle une garantie de cours intervient à un seuil donné, était nécessairement de nature à avoir une incidence significative sur le marché du titre, puisqu'il est évident que le cours tend, dès cette annonce, à se stabiliser au niveau garanti.

M. Dominique Chupin détenait, à raison de ses fonctions de directeur financier au sein de la CADIF, cette information privilégiée et entraînait ainsi dans la catégorie fixée par l'article 2, premier alinéa du règlement n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée qui vise « *les personnes disposant d'une information privilégiée en raison de leur qualité de membres des organes (...) de direction (...) d'un émetteur* ».

Or, l'article 2, deuxième alinéa du règlement n° 90-08, oblige les personnes détenant une information privilégiée, à raison de leur qualité, notamment de directeur financier d'une société, à « s'abstenir de communiquer l'information privilégiée à des fins autres ou pour une activité autre que celles à raison desquelles elle est détenue ».

La Commission a relevé que M. Dominique Chupin avait communiqué, sans raison légitime, lors d'une réunion organisée avec un analyste et sa cliente, des informations privilégiées relatives au mécanisme de rachat des CCI de la CADIF devant être mis en place au profit des porteurs de CCI et fourni une fourchette de prix et s'est interrogée sur l'objectif qu'il poursuivait en agissant ainsi, au moment où toute intervention de la CADIF pour soutenir le cours du CCI était de fait devenue impossible.

A la suite de cette réunion, la cliente avait passé un ordre d'achat de CCI de la CADIF d'un million de dollars, au cours limite de 67 euros pour exécution le lendemain, date à laquelle l'information était censée être publique et, le même jour, consciente de détenir une information privilégiée, elle avait annulé cet ordre d'achat, sur les conseils de l'analyste.

La Commission a considéré que ces éléments caractérisaient à l'encontre de M. Dominique Chupin le manquement de communication d'une information privilégiée pour des raisons autres que celles aux fins desquelles elle est détenue.

En conséquence, elle a prononcé ;

- à l'encontre de la CADIF une sanction pécuniaire de 1 000 000 d'euros, sur le fondement des articles 2, 3, 7 et 8 de son règlement n° 90-04 relatif à l'établissement des cours ;
- à l'encontre de M. Dominique Chupin, directeur financier de la CADIF, une sanction pécuniaire de 50 000 euros, sur le fondement, d'une part, des articles 2, 3, 7 de son règlement n° 90-04 et, d'autre part, des articles 1, 2 et 3 de son règlement n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée ;
- à l'encontre du CAIC une sanction pécuniaire de 500 000 euros, sur le fondement des manquements aux articles 2, 3 et 7 de son règlement n° 90-04 relatif à l'établissement des cours.

La Commission a également décidé de publier sa décision dans son bulletin mensuel⁴⁰ ainsi qu'au Journal Officiel.

Les sanctions prononcées à l'encontre de la CADIF et de CAIC l'ont été à raison de l'extrême gravité des atteintes constatées à la règle de la libre fixation des cours, qui garantit la confiance des investisseurs dans le fonctionnement des marchés.

En revanche, si M. Dominique Chupin a été, à titre personnel, l'un des organisateurs de la manipulation du cours des CCI, il a été relevé qu'il n'a pas tiré lui-même de profit direct de cette activité.

Le CAIC n'a pas formé de recours à l'encontre de cette décision.

La CADIF et M. Dominique Chupin ont introduit un recours devant la Cour d'appel de Paris, dont ils se sont ensuite désistés, ainsi que l'a constaté la Cour dans son arrêt du 16 mars 2004.

17

À l'encontre de M. X, décision de sanction du 21 octobre 2003

La Commission a constaté que M. X avait communiqué sur internet des informations privilégiées relatives, d'une part, à la fusion entre les sociétés Umanis et CGBI et au montant de la capitalisation boursière de cette union s'élevant à 80 millions d'euros (messages électroniques du 22 mars 2002) et, d'autre part, à l'annonce de la parution d'un article positif concernant la société Buffalo Grill dans l'édition du lendemain d'un journal financier (message du 31 janvier 2002).

L'information relative à la prochaine fusion entre les sociétés Umanis et CGBI et au chiffre de la capitalisation boursière a été donnée au marché le lundi 25 mars 2002, par un journal financier pour lequel M. X exerçait certaines fonctions.

La Commission a constaté que M. X détenait, dans le cadre de ses fonctions au sein d'un groupe de presse, des informations privilégiées concernant des sociétés cotées devant être prochainement publiées dans des articles financiers.

Elle a considéré qu'il avait commis un manquement aux articles 1 et 4 de son règlement n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée.

La Commission a toutefois relevé qu'il n'était pas intervenu à titre personnel sur le marché des titres concernés.

En conséquence, elle a prononcé une sanction pécuniaire de 1 000 euros à l'encontre de M. X et a décidé de publier sa décision dans son bulletin mensuel⁴¹ ainsi qu'au Journal Officiel, de manière anonyme, afin de ne pas exposer M. X, dans les circonstances de l'espèce, à des sanctions disciplinaires qui se cumuleraient avec la sanction administrative.

La Commission a ainsi sanctionné, pour la première fois, la transmission d'informations privilégiées sur un site internet.

18

À l'encontre de la société Verneuil Participations, décision de sanction du 13 novembre 2003

La Commission a constaté que la société Verneuil Participations n'avait pas procédé à la publication de ses comptes consolidés semestriels 2000 et 2001.

Elle a estimé que cette absence de publication, ajoutée aux retards systématiques dans la communication d'informations comptables et financières, n'avait pas permis au marché d'avoir une image correcte du groupe pour les exercices considérés et que ces agissements avaient en conséquence porté atteinte à la bonne information du public dès lors que si ces comptes semestriels avaient été connus du marché, ils auraient pu modifier la perception par les investisseurs des perspectives d'évolution du titre Verneuil Participations.

La Commission a donc considéré que la société Verneuil Participations avait commis un manquement à l'article 1 de son règlement n° 87-04 relatif à la

⁴⁰ Bulletin mensuel COB, n° 383 d'octobre 2003, pages 45 à 66.

⁴¹ Bulletin mensuel COB, n° 383 d'octobre 2003, pages 67 à 76.

publication du rapport et du tableau d'activité et de résultats semestriels sous forme consolidée.

En conséquence, elle a prononcé une sanction pécuniaire de 100 000 euros à l'encontre de la société Verneuil Participations et a décidé de publier sa décision dans son bulletin mensuel⁴² ainsi qu'au Journal Officiel.

La société Verneuil Participations a formé devant la Cour d'appel de Paris un recours en annulation de cette décision.

19

M. Nicolas Gaume, président-directeur général de la société Kalisto, arrêt de la Cour de cassation du 31 mars 2004

M. Nicolas Gaume a formé un pourvoi devant la Cour de cassation à l'encontre de l'arrêt de la Cour d'appel du 1^{er} avril 2003⁴³, qui avait lui-même confirmé la décision de sanction prononcée par la Commission des opérations de bourse à l'encontre de M. Gaume, président de la société Kalisto, à raison des manquements qu'il avait commis au règlement n°98-07 de la Commission sur l'obligation d'information du public :

- en n'informant pas le marché le plus tôt possible de l'impact considérable sur la situation financière de la société Kalisto de la détérioration irrémédiable des relations contractuelles la liant aux sociétés Square et Activision ;
- en communiquant au marché du cours de l'année 2000 une information qui avait systématiquement dissimulé les difficultés de la société et mis en avant des prévisions très optimistes de chiffre d'affaires. L'information inexacte et imprécise ainsi communiquée faussait la perception par les investisseurs des perspectives d'évolution du titre Kalisto en leur autorisant l'espoir irréal d'une valorisation de ce titre liée à la précision très optimiste de chiffre d'affaires annuel annoncé, et privait les actionnaires de leur droit légitime de prendre en parfaite connaissance de cause les décisions concernant leur participation dans le capital de la société.

La Cour d'appel avait en revanche réformé partiellement cette décision en considérant que le manquement au règlement n°90-04 de la Commission, relatif au rachat d'un bloc de titres Kalisto, n'était pas caractérisé et avait en conséquence ramené l'amende prononcée à l'encontre de M. Gaume de 300 000 à 200 000 euros.

La Cour de cassation rejette le pourvoi et considère que c'est à bon droit que la Cour d'appel a retenu la responsabilité personnelle de ce dirigeant pour les manquements qu'il a commis dans l'exercice de ses fonctions.

Elle estime que l'arrêt de la Cour d'appel relève exactement que le prononcé de sanctions pécuniaires à l'égard du dirigeant d'une personne morale n'est pas subordonné à la démonstration d'une faute séparable de ses fonctions dès lors que la Commission n'est pas saisie d'une action en responsabilité civile mais décide du bien-fondé d'accusations en matière pénale au sens des dispositions de l'article 6 de la Convention

européenne des droits de l'homme. Dès lors, ce dirigeant peut directement être sanctionné en tant qu'auteur des agissements incriminés lorsque, comme en l'espèce, le règlement en cause le prévoit expressément.

La Cour considère en outre que l'arrêt de la Cour d'appel avait justement relevé que M. Gaume avait été, à partir de la notification des griefs, clairement informé que la personne mise en cause par le rapporteur était le président de la société Kalisto et non la société émettrice, et qu'il était en mesure de faire connaître utilement son point de vue et ses observations, en vue de sa défense personnelle, sur le grief de diffusion d'informations trompeuses sur la situation de la société Kalisto.

C

Les sanctions disciplinaires prononcées par le Conseil de discipline de la gestion financière (CDGF)

En 2003, le Conseil de discipline de la gestion financière (CDGF) a prononcé 10 décisions de sanction concernant 21 personnes physiques ou morales.

1

Société PLS Venture Capital Partners et M. Patrick Revenu, décision de sanction du 17 février 2003

Saisi par la COB, le CDGF a considéré qu'en n'informant pas les porteurs de parts du plafonnement de la garantie de la Sofaris en cas de mise en liquidation judiciaire d'une société dans laquelle le FCPR PLS Venture Capital Partners avait investi et de l'évolution de la situation financière de ladite société dans cette hypothèse, la société PLS Venture Capital Partners et son dirigeant, M. Patrick Revenu, avaient manqué à leur devoir de loyauté et d'information à l'égard des porteurs de parts du fonds, en méconnaissance du 1^{er} de l'article L. 533-4 du code monétaire et financier et de l'article 23 du règlement n° 96-03 relatif aux règles de bonne conduite applicables au service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers.

Le CDGF a, en conséquence, prononcé un avertissement à l'encontre de M. Patrick Revenu et de la société PLS Venture Capital Partners⁴⁴.

2

Société Carmignac Gestion et M. Édouard Carmignac, décision de sanction du 17 mars 2003

Saisi par la COB, le CDGF a constaté que la société Carmignac Gestion avait publié, dans deux hebdomadaires français, un encart publicitaire qui faisait état des performances d'une SICAV de droit luxembourgeois et qui invitait les lecteurs à consulter le site internet de la société, lequel faisait une présentation exhaustive de la SICAV et proposait aux

⁴² Bulletin mensuel COB, n° 383 d'octobre 2003, pages 77 à 85.

⁴³ Voir Rapport annuel COB 2002, pages 208 à 211.

⁴⁴ Bulletin mensuel COB, n° 380 de juin 2003, pages 45 à 51.

internauts d'envoyer leurs souscriptions à une adresse parisienne.

Le Conseil a estimé que la présentation de la SICAV, dans la presse et sur internet, auprès du public en français constituait une offre de commercialisation de cet OPCVM en France, sans que celui-ci ait obtenu l'autorisation de la COB, ce qui était contraire aux dispositions de l'article 38 du règlement COB n° 89-02 relatif aux OPCVM.

Au regard de ces éléments, le CDGF a prononcé un avertissement à l'encontre de la société Carmignac et de son président, M. Édouard Carmignac⁴⁵.

3 Société Fidelity Investment International, décision de sanction du 17 mars 2003

Saisi par la COB, le CDGF a constaté que des parts des compartiments du fonds Fidelity Currency Funds avaient été vendues en France alors que ces compartiments n'avaient pas été autorisés à être introduits en France par le ministre chargé de l'économie et n'avaient pas fait l'objet d'un dépôt de dossier d'agrément auprès de la COB.

Le Conseil a estimé que la clientèle française comprenait l'ensemble des personnes résidant en France, et non pas les seuls investisseurs particuliers ayant un patronyme à consonance française, ce qui représentait une partie non négligeable des porteurs de parts du fonds.

Il a relevé que la société Fidelity Investment International avait établi un document rédigé en français permettant de souscrire au fonds Fidelity Currency Funds et indiquant que les demandes de souscription pouvaient lui être adressées.

Le CDGF a estimé que le fait que des résidents français aient souscrits aux parts du fonds Fidelity Currency Funds en remplissant le bulletin de souscription démontrait que la société Fidelity Investment International avait procédé à l'introduction du fonds en France sans l'autorisation du ministre chargé de l'économie, ce qui était contraire aux dispositions de l'article 14 du décret n° 89-624 du 6 septembre 1989.

Au regard de ces éléments, le CDGF a prononcé un avertissement à l'encontre de la société Fidelity Investment International⁴⁶.

4 Société Financière Hottinguer, décision de sanction du 25 avril 2003

Saisi par la COB, le CDGF a tout d'abord relevé que le contrat d'acquisition de la banque Hottinguer par la société Crédit Suisse prévoyait une cession au cours de bourse à une date donnée, des titres Sofibus détenus par les OPCVM du groupe Hottinguer.

Il a ensuite constaté que la société Hottinguer Gestion, qui assurait la gestion des OPCVM, appartenait au groupe financier contrôlé par la société Financière Hottinguer et que le contrat d'acquisition de la banque Hottinguer avait été signé entre les sociétés Financière Hottinguer et Crédit Suisse.

Le Conseil a estimé qu'en prenant cet engagement la société Financière Hottinguer, s'était comportée comme un « dirigeant de fait » des OPCVM du groupe et était en conséquence soumise au respect des règles relatives à la gestion des OPCVM dont la méconnaissance est sanctionnée par le CDGF sur le fondement des dispositions de l'article L. 623-2 du code monétaire et financier.

Il a ensuite considéré que l'insertion dans un contrat d'une telle clause permettant au propriétaire d'une banque de déterminer à l'avance les modalités de la vente de titres gérés par sa filiale, sans prise en compte de l'intérêt des souscripteurs de parts d'OPCVM, méconnaissait le principe d'indépendance de décision du gestionnaire qui doit rester « maître de la décision finale de cession », posé à l'article L. 214-3 du code monétaire et financier.

Le CDGF a également relevé qu'à la suite de la forte baisse du titre Sofibus enregistrée en septembre 1997, M. Godbille, gérant de fonds chez Hottinguer Gestion, s'était opposé à la cession des titres prévue pour le 2 octobre 1997 afin de ne pas léser les détenteurs de parts d'OPCVM et que l'opération avait ainsi été repoussée à fin octobre, moment où le cours était revenu à un niveau plus élevé.

Il a toutefois estimé que la violation du principe d'indépendance pouvait être imputée à la société Financière Hottinguer au profit de laquelle avait été stipulée la clause fixant la valeur de rachat des titres cédés alors même que la cession n'avait effectivement eu lieu qu'à une date postérieure, la méconnaissance du principe d'indépendance devant s'apprécier au moment de la détermination du contenu du contrat fixant le cadre de la cession.

Au regard de ces éléments, le CDGF a prononcé un avertissement à l'encontre de la société Financière Hottinguer⁴⁷.

Cette décision de sanction fait actuellement l'objet d'un recours sur le fond devant le Conseil d'État.

5 Société Sofival et M. Gérard Pluvinet, décision de sanction du 30 juin 2003

Saisi par la COB, le CDGF a retenu les éléments suivants.

Sur la pratique d'affectation a posteriori des ordres groupés privilégiant des gérants de portefeuille de la société de gestion Sofival et des membres de leurs familles au détriment des clients de la société

Le CDGF a constaté que la quasi-totalité des ordres transmis par la société Sofival à son intermédiaire unique étaient des ordres groupés correspondant à l'ensemble des ordres individuels portant sur les mêmes titres, mais que, sauf cas exceptionnels, la société ne procédait pas à l'affectation immédiate des titres une fois les ordres exécutés.

Le Conseil a relevé que les ordres de bourse correspondant étaient conservés dans un compte d'attente pendant des délais pouvant aller jusqu'à cinq jours, ce compte d'attente étant soldé par l'intermédiaire unique de la société Sofival, la société

⁴⁵ Bulletin mensuel COB, n° 383 d'octobre 2003, pages 91 à 93.

⁴⁶ Bulletin mensuel COB, n° 383 d'octobre 2003, pages 87 à 90.

⁴⁷ Bulletin mensuel COB, n° 383 d'octobre 2003, pages 95 à 98.

ABN-AMRO, dès que celui-ci avait connaissance des affectations correspondantes.

Il a estimé, compte tenu de la transcription manuelle des ordres de bourse et de l'absence de grille d'affectation et de système d'horodatage des fiches de pré-affectation, que le dispositif ainsi mis en place par la société Sofival ne permettait pas de garantir que les affectations définitives de titres correspondaient bien aux pré-affectations opérées en amont.

Le Conseil a considéré que cette pratique d'affectation différée des titres rendait objectivement possible l'affectation privilégiée à certains comptes en fonction de l'évolution des cours, ce risque étant particulièrement important dans le cadre d'opérations d'aller-retour lorsque l'ordre de vente était passé avant même que l'ordre d'achat ait été affecté.

Il a relevé que le rapport d'enquête de la COB avait identifié deux opérations pour lesquelles les comptes personnels de la famille Pluvinet avaient bénéficié d'une affectation excédant sensiblement leur poids relatif dans le total des portefeuilles sous mandat et mêmes que ces comptes avaient bénéficié d'une répartition favorable des titres acquis dans les quatre cas de post-affectation de titres négociés successivement identifié par la COB ainsi que dans le cas de titres ayant donné lieu à deux ordres d'achat distincts au cours de la même journée pour lesquels la famille Pluvinet avait bénéficié des cours les plus favorables.

Le Conseil a considéré que la société Sofival et son président, M. Gérard Pluvinet, n'avaient pas agi à tout moment au mieux de l'intérêt de leurs clients, de l'intégrité du marché et de l'égalité de traitement entre portefeuilles gérés et n'avaient pas pris, à la date des faits, toutes les mesures rendant impossibles des pratiques d'affectation a posteriori des ordres effectués, en méconnaissance de l'article L. 533-4 7 du code monétaire et financier et des articles 2, 3, 4, et 16 du règlement COB n° 96-03 relatif aux règles de bonne conduite applicables au service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers.

Sur les risques de conflits d'intérêts entre les différentes fonctions occupées par M. Gérard Pluvinet

Le CDGF a relevé que, outre ses fonctions de dirigeant et de gérant de portefeuilles de la société Sofival, M. Gérard Pluvinet détenait également de nombreux mandats sociaux, soit dans des sociétés cotées sur un marché réglementé, soit dans des sociétés actionnaires de référence de sociétés cotées.

Le Conseil a considéré que cette situation de cumul créait un risque très élevé de conflit d'intérêts au regard de l'article L. 533-4 6° du code monétaire et financier et de l'article 3 du règlement COB n° 96-03 ainsi que de la disposition 46 du règlement de déontologie de l'AFG-ASSFI.

Sur l'inefficacité du contrôle interne au sein de la société Sofival

Le Conseil a constaté que la fonction de contrôle interne, qui n'a été mise en place dans la société Sofival qu'à la fin de l'année 2000 à la suite d'une visite d'audit de la COB, n'était pas assurée à temps

plein, reposait sur des procédures essentiellement manuelles et que le suivi des transactions ne donnait lieu qu'à un contrôle de second niveau à partir des informations transmises par la société ABN-AMRO.

Il a donc estimé que la société Sofival ne disposait pas d'un contrôle interne permettant de s'assurer pleinement de la conformité de la pratique d'affectation des ordres à la réglementation, telle qu'elle résulte des articles L. 533-4 du code monétaire et financier et 11 du règlement COB n° 96-03.

Sur le caractère irrégulier des stipulations des mandats de gestion

Le Conseil a relevé que certains mandats de gestion de la société Sofival spécifiaient toujours la possibilité pour la société d'opérer sur le marché des métaux alors même que cette activité n'entre pas dans le champ d'activité des sociétés de gestion.

Il a constaté qu'une annexe au mandat de gestion prévoyait la possibilité pour le client de définir certaines orientations spécifiques tandis que ces orientations n'étaient pas explicitement reprises dans le contenu du mandat lui-même.

Le Conseil a observé que le document dénommé « pouvoir » annexé au mandat de gestion par lequel certains clients donnaient pouvoir à la société Sofival pour passer notamment des ordres de bourse, mentionnait la faculté pour la société d'intervenir sur le marché des options et des stellages alors même que l'agrément de cette société et les mandats de gestion eux-mêmes n'autorisaient pas ce type d'opération.

Il a toutefois estimé que, si ces mentions irrégulières ont continué à figurer sur certains mandats de gestion, il n'était pas avéré que la société Sofival ait fait usage des facultés mentionnées.

Au regard de ces éléments, le CDGF a prononcé un avertissement à l'encontre de la société Sofival et un blâme à l'encontre de son président, M. Gérard Pluvinet⁴⁸.

6 Société Tocqueville Finance et M. Marc Tournier, décision de sanction du 30 juin 2003

Saisi par la COB, le CDGF a retenu les éléments suivants.

Sur la réalisation d'opérations directes entre les comptes de certains clients gérés sous mandat et le FCP Ulysse, entre les comptes titres ordinaires et les comptes PEA des mêmes clients gérés sous mandat, entre le compte géré d'un client et celui d'une société ouvert dans une banque implantée à l'étranger dont ce client était l'ayant droit économique

Le Conseil a constaté que M. Marc Tournier, gérant de portefeuille au sein de la société Tocqueville Finance, avait, à plusieurs reprises, fait vendre des actions *Food Partner* détenues dans les portefeuilles individuels de certains de ses mandants et à l'actif du FCP Ulysse au profit d'autres portefeuilles individuels dont il assurait la gestion.

Il a donc été amené à apprécier cette pratique au regard des dispositions de l'article L. 533-12 du code

⁴⁸ Bulletin mensuel COB, n° 383 d'octobre 2003, pages 99 à 103.

monétaire financier et de l'article 17 du règlement COB n° 96-03 qui interdisent aux sociétés de gestion d'effectuer des opérations directes entre portefeuilles ou OPCVM dont elles assurent la gestion.

Le CDGF a relevé que les opérations de face à face réalisées entre le fonds commun de placement Ulysse et les clients gérés sous mandat ont donné lieu à des applications hors marché réalisées par un prestataire agréé, EIFB, au même prix que le dernier cours coté.

Après avoir rappelé que le terme d'opérations « directes » mentionné à l'article L. 533-12 du code monétaire et financier (codifiant l'article 62 de la loi de modernisation des activités financières du 2 juillet 1996) reprenait la formulation de l'article 6 de la loi du 21 décembre 1972 relative aux remisiers et gérants de portefeuille, le CDGF a constaté qu'il ressortait des débats parlementaires de la loi de 1972 que le terme « directe » visait uniquement à interdire les opérations de compensation et non les ordres en sens inverses entre deux comptes ou OPCVM gérés par le même gérant de portefeuille.

Il a estimé en conséquence que l'opération réalisée par M. Marc Tournier n'était pas « directe » et n'était donc pas, de ce fait, interdite.

Sur les opérations réalisées par M. Marc Tournier et la société Tocqueville Finance au regard des principes de gestion au bénéfice exclusif des souscripteurs et de fréquence des opérations devant être motivées exclusivement par l'intérêt des mandants ou porteurs de parts

Le Conseil a relevé que les interventions de M. Marc Tournier sur le marché de l'action de la société Food Partner avait conduit à une baisse très sensible du cours de bourse permettant aux clients gérés sous mandat d'acquérir les actions cédées par le FCP Ulysse à un prix proche du plus bas historique.

Il a estimé que les conditions dans lesquelles avaient été réalisées ces opérations montraient que M. Marc Tournier n'avait pas eu un comportement de neutralité en veillant à ne pas influencer le cours de l'action Food Partner préalablement à la transmission des ordres de vente pour le compte du FCP Ulysse.

Le Conseil a ainsi considéré que M. Marc Tournier et la société Tocqueville Finance avaient manqué à leurs obligations professionnelles respectives dans le cadre de la gestion des portefeuilles dont ils avaient la charge, peu important le fait que le préjudice subi par les porteurs de parts du FCP Ulysse ait été faible compte tenu de la proportion d'actions Food Partner dans l'actif du fonds.

Il a estimé que le fait que M. Marc Tournier et la société Tocqueville Finance aient justifié la vente des actions Food Partner par le FCP Ulysse par la dégradation des informations relatives à la société Food Partner et une perte de confiance dans l'entreprise aurait dû les conduire à écarter l'acquisition de ces mêmes actions pour le compte de leurs clients gérés sous mandat.

En conséquence, le Conseil a considéré que les opérations effectuées par M. Marc Tournier et la société Tocqueville Finance entre le FCP Ulysse et les clients gérés sous mandat dont ils assuraient la

gestion n'avaient pas été réalisées dans l'intérêt des porteurs de parts du FCP au regard des articles L. 214-3 du code monétaire et financier et 2 du règlement COB n° 96-03 aux termes desquels la société de gestion doit agir au bénéfice exclusif des souscripteurs et la fréquence des opérations réalisées dans le cadre d'une gestion de portefeuille doit être motivée exclusivement par l'intérêt des mandants ou des porteurs de parts ou d'actions.

Au regard de ces éléments, le CDGF a prononcé un avertissement à l'encontre de la société Tocqueville Finance, et un blâme ainsi qu'une sanction pécuniaire de 20 000 euros à l'encontre de M. Marc Tournier⁴⁹.

M. Tournier et la société Tocqueville finance se sont désistés de leur recours contre cette décision de sanction. Le Conseil d'État en a pris acte par ordonnance du 13 février 2004.

7 Société Boissy Gestion, MM. Dominique Mace, Éric Maina et Philippe Setbon décision de sanction du 4 juillet 2003

Saisi par la COB, le CDGF avait prononcé le 20 janvier 2003 une interdiction d'une durée d'un an d'exercer des activités dans le domaine des OPCVM et de la gestion pour compte de tiers à l'encontre de M. Éric Maina, gérant obligataire de la société Boissy Gestion, un blâme à l'encontre respectivement de la société Boissy Gestion et de son Président, M. Dominique Mace, et un avertissement à l'encontre de M. Philippe Setbon, gérant actions dans la même société⁵⁰.

Le Président de la Commission des opérations de bourse a saisi le CDGF d'une demande de deuxième délibération, notamment à l'égard du principal auteur des manquements commis, M. Éric Maina, eu égard à la gravité des faits relevés à son encontre, et en considération de ce que le débat devant le CDGF avait essentiellement porté sur des contestations d'expert à propos d'une modélisation théorique accessoire à la démonstration.

Au vu des compléments d'explications particulièrement détaillés fournis par la COB, le CDGF a relevé que M. Éric Maina avait réalisé, entre le 1^{er} janvier 1999 et le 30 avril 2000, des opérations sur « *strips OAT* » pour le compte de la société Boissy Gestion, en faisant, dans 95 % des cas, le choix de ne pas contacter les spécialistes en valeur du Trésor (SVT) qui sont les teneurs de ce marché, mais de s'adresser à deux intermédiaires londoniens contraints de se procurer eux-mêmes auprès des SVT les contreparties des ordres qu'il leur passait.

Le CDGF a constaté que ces deux intermédiaires s'étaient rémunérés en prélevant l'intégralité du bénéfice résultant des écarts de cours résultant de la différence entre le prix qu'ils obtenaient des SVT et celui qu'ils facturaient à la société Boissy Gestion.

Le coût d'intermédiation ainsi supporté, calculé à partir des données réelles du règlement livraison, s'est élevé à plus de 8,4 millions d'euros pour 140 opérations passées en Sicovam (Euroclear), et à environ 4,3 millions d'euros pour 86 opérations

⁴⁹ Bulletin mensuel COB, n° 382 de septembre 2003, pages 165 à 171.

⁵⁰ Bulletin mensuel COB, n° 383 d'octobre 2003, pages 105 à 112.

dénouées en Cedel, de droit luxembourgeois, soit un total de commissions perçues de 12,7 millions d'euros. Or, le taux de commissionnement mis en œuvre s'est avéré sans commune mesure avec les commissions usuellement pratiquées par les courtiers sur ce type d'opérations, sans aucune cause particulière, puisque, d'une part, M. Éric Maina assurait une contrepartie certaine aux transactions effectuées auprès des SVT, éliminant ainsi tout risque de position pour les deux intermédiaires britanniques, sans que ces derniers ne rendent de services spécifiques et que, d'autre part, il n'était pas établi qu'en s'adressant directement aux SVT, la société Boissy Gestion n'aurait pas, au minimum, obtenu ces titres au cours du marché.

Le CDGF a relevé que M. Éric Maina n'avait jamais cherché à mettre les intermédiaires concernés en concurrence, ni à vérifier qu'ils disposaient bien des agréments nécessaires à l'exercice de leur activité, ni à s'assurer que les portefeuilles qu'il gérait bénéficiaient bien du principe de meilleure exécution (« *best execution* ») en supportant un coût d'intermédiation normal.

Il est enfin apparu que le responsable de la gestion obligataire chez Boissy Gestion ne pouvait ignorer le différentiel de prix pratiqué par les deux intermédiaires britanniques, les cours utilisés pour déterminer le prix des « *strips* OAT », qui ne sont pas ceux constatés sur le marché central, apparaissant quotidiennement sur les pages écrans des diffuseurs auxquelles contribuent les teneurs de marché et les SVT officiels pour des montants standardisés et relativement importants, Euronext Paris diffusant en outre chaque jour une information statistique pour chaque titre de créance négocié hors du marché central.

En contribuant à la mise en place et à la pérennité d'un système organisé sur la base de prélèvement d'écarts de cours anormaux et exorbitants, M. Éric Maina a manqué à ses devoirs élémentaires de professionnel de la gestion, n'a pas agi au mieux des intérêts de ses clients et de l'intégrité du marché, n'a pas promu l'intérêt de ses mandants ni veillé à l'égalité de traitement des portefeuilles gérés en effectuant notamment le choix des intermédiaires de manière indépendante, en méconnaissance de l'article L. 533-4 du code monétaire et financier et des articles 2, 4, 7 du règlement COB n° 96-03.

Le CDGF a, en conséquence, porté la sanction prononcée à l'encontre de M. Éric Maina à une interdiction d'une durée de dix ans d'exercer des activités dans le domaine des OPCVM et de la gestion pour compte de tiers, et a maintenu les sanctions prononcées à l'encontre des autres intervenants, la société Boissy Gestion ainsi que MM. Dominique Mace et Philippe Setbon, dirigeants de la société Boissy Gestion.

A été relevée à la charge de la société Boissy Gestion, concernant la gestion des opérations de taux et d'actions, l'absence de procédure formelle d'habilitation des intermédiaires de marché, de contrôle interne indépendant au sein de la société, de procédure formelle, totalement sécurisée, de passation des ordres ; le CDGF a toutefois pris en compte le fait

que des mesures destinées à répondre aux lacunes d'organisation mises en évidence par la COB ont été ultérieurement mises en place par la société.

À l'encontre de MM. Dominique Mace et Philippe Setbon a été retenue l'existence, à la date des faits, de facteurs ayant rendu possibles de tels agissements, notamment l'absence de manuel interne relatif aux procédures de passation, d'enregistrement et d'affectation des ordres, le non horodatage systématique, l'absence de séparation entre gérants et donneurs d'ordres et enfin, dans un contexte d'informatisation partielle du processus, l'usage, non contesté, consistant à ne déterminer les affectations qu'à l'issue de la séance boursière.

MM. Dominique Mace et Philippe Setbon n'avaient ainsi pas suffisamment veillé à ce que la société de gestion agisse à tout moment au mieux de l'intérêt de ses clients, au respect de l'intégrité, de la transparence et de la sécurité du marché et de l'égalité de traitement des portefeuilles gérés, en ne prenant pas, à la date des faits, toutes les mesures rendant impossibles des pratiques d'affectation a posteriori des ordres, en méconnaissance de l'article L. 533-4 du code monétaire et financier et des articles 2, 4, 7 et 16 du règlement COB n° 96-03.

Cette décision fait actuellement l'objet de recours pendants devant le Conseil d'État.

8 Société Victoire Asset Management (devenue Aviva Gestion d'Actifs), société Commerciale Union France (devenue Aviva France), société Leven Gestion (devenue Aurel Leven Gestion), société Pierre Charron Gestion, MM. Bernard Thiriet, Bernard Pottier et Marcel Nicolaï, décision de sanction du 22 septembre 2003

Saisi par la COB, le CDGF a constaté que M. Bernard Thiriet n'avait jamais cessé d'assurer la gestion financière de trois SICAV dont le gérant agréé était la société de gestion Victoire Asset Management alors qu'à compter du 1^{er} avril 1998, il n'avait plus aucun lien de droit le rattachant à cette société.

Il a également relevé qu'à compter du 1^{er} juin 1998, M. Bernard Thiriet avait poursuivi la gestion des SICAV en qualité de salarié de la société Leven Gestion alors que celle-ci n'était pas encore bénéficiaire de l'agrément préalable de la COB aux fins d'exercer l'activité de gestion d'OPCVM.

Le Conseil a relevé que la société Victoire Asset Management, sa maison mère la société Commercial Union France et la société Leven Gestion ont laissé perdurer cette situation irrégulière sans prendre les mesures permettant d'y mettre fin.

Le Conseil a en outre constaté que la COB n'avait pas été immédiatement informée par la société Victoire Asset Management ni par M. Bernard Thiriet du changement de statut de ce dernier et de ses conséquences sur la gestion des SICAV du 1^{er} avril au 31 mai 1998, ni du fait que M. Bernard Thiriet poursuivait sa mission au sein de la société Leven

Gestion à compter du 1^{er} juin 1998. Les sociétés Commercial Union France et Leven Gestion n'ont pas non plus informé la COB du changement de statut de M. Bernard Thiriet.

La société Victoire Asset Management ayant indiqué à la COB, dans une lettre datée du 6 avril 1998, qu'elle continuait à assumer la totale responsabilité de la gestion des SICAV alors que cette gestion était assurée dans les faits par M. Bernard Thiriet sans que celui-ci ait été contractuellement lié à une société agréée pour effectuer de la gestion pour compte de tiers, le Conseil a estimé que la société ne pouvait pas être considérée comme s'étant dûment acquittée de son obligation d'information de la COB.

Le Conseil a considéré que cette pratique était contraire aux principes selon lesquels, d'une part, les entreprises d'investissement doivent obtenir un agrément pour fournir des services d'investissement (article L. 532-1 du code monétaire et financier) et, d'autre part, le personnel d'une société de gestion est salarié de la société (paragraphe 1.12 de l'instruction du 17 décembre 1996 prise en application du règlement COB n° 96-02), enfin, la société de gestion informe aussitôt la COB des modifications portant sur les éléments caractéristiques qui figuraient dans son dossier d'agrément initial concernant notamment sa direction, son organisation et son contrôle (article 16 du règlement COB n° 96-02).

Au regard de ces éléments, le CDGF a prononcé un blâme à l'encontre de M. Bernard Thiriet, un blâme et une sanction pécuniaire de 100 000 euros à l'encontre de la société Victoire Asset Management et un avertissement à l'encontre du président de la société Victoire Asset Management, M. Bernard Pottier, de la société Commercial Union France et de la société Leven Gestion⁵¹.

Le CDGF a, en revanche, considéré qu'il n'y avait pas lieu de sanctionner la société Pierre Charron Gestion ni M. Marcel Nicolaï de la société Victoire Asset Management.

9 Société ING Securities Bank, décision de sanction du 24 octobre 2003

Saisi par la COB, le CDGF a constaté que la société ING Ferri avait acheté, pour le compte d'un particulier, 3 000 titres de la société Netgem sans qu'aucun mandat écrit n'ait été conclu avec ce client, ce qui n'a pas été contesté par la société.

Il a par ailleurs relevé qu'un litige était apparu entre la société ING Ferri et son client du fait que ce dernier contestait les orientations de gestion de son portefeuille mais que la société ING Ferri soutenait que l'absence de mandat écrit ne concernait qu'un seul de ses clients, que celui-ci était un investisseur averti, et que les deux parties avaient trouvé un arrangement pour mettre fin au litige.

Le Conseil a toutefois estimé que la société ING Ferri n'avait pas respecté l'article L. 533-10 du code monétaire et financier et l'article 21 du règlement COB n° 96-03 selon lesquels toute gestion individuelle de

portefeuille doit donner lieu à l'établissement préalable d'une convention écrite.

Au regard de ces éléments, il a prononcé une sanction pécuniaire de 5 000 euros à l'encontre de la société ING Securities Bank⁵² qui a repris les activités de la société ING Ferri.

10 Société AGF Alternative Asset Management (AAAM), décision de sanction du 24 octobre 2003

Saisi par la COB, le CDGF a constaté que les souscripteurs de certains fonds gérés par la société de gestion AGF Alternative Asset Management (AAAM), en particulier le FCP W Finance Arbitrage, s'étaient plaints auprès de la COB, soit de l'absence totale d'informations de la part des conseillers financiers, soit de l'information lacunaire ou tendancieuse qui leur avait été donnée par ces conseillers lors de la souscription.

Le Conseil a relevé qu'il ressortait en particulier des déclarations concordantes des plaignants que l'obligation de remise de la notice d'information des fonds n'avait pas été systématiquement respectée et que l'instruction du certificat de souscription n'avait pas été adaptée à la situation de chaque client.

De plus, le Conseil a constaté que l'avertissement apposé sur la notice d'information du fonds W Finance Arbitrage au cours de son existence, à la demande de la COB, afin de prévenir des risques encourus sur ce type de placement n'avait pas été systématiquement communiqué aux souscripteurs, dont la plupart souhaitaient un placement sécuritaire.

Dans la convention conclue en 1996 entre la société AAAM et la société W Finance SA, celle-ci s'engageait à procurer « l'information légale et réglementaire de ses clients au moyen des documents réglementaires établis par la société gestionnaire ». Il était prévu que cette convention prendrait fin de plein droit en cas de comportement répréhensible du commercialisateur à l'égard de la société de gestion ou de ses clients.

Le Conseil a, toutefois, considéré qu'il ne ressortait d'aucune pièce du dossier que la société AAAM avait mis en place une procédure de contrôle de l'exécution de cette convention par le commercialisateur permettant de veiller au respect par les conseillers financiers de la société W Finance Conseil des obligations légales de remises de documents.

Les dirigeants de la société AAAM ont d'ailleurs admis qu'ils n'étaient informés des manquements imputables au commercialisateur que par les éventuelles réclamations des clients et qu'il ne semblait pas que, de son côté, la société AAAM ait communiqué à la société W Finance Conseil, en temps utile, toute l'information nécessaire sur la composition des fonds.

Le Conseil a estimé que la société de gestion AAAM n'avait pas mis en place les moyens et procédures en vue de contrôler l'activité de commercialisation des OPCVM qu'elle gérait afin de s'assurer que le commercialisateur fournissait aux clients toute l'information utile sur les fonds et notamment sur les risques encourus sur certains d'entre eux.

⁵¹ Bulletin mensuel COB, n° 383 d'octobre 2003, pages 113 à 117.

⁵² Bulletin mensuel COB, n° 383 d'octobre 2003, pages 123 à 125.

Le Conseil a, en conséquence, considéré que cette pratique était contraire à l'article 11 du règlement COB n° 96-03 aux termes duquel le prestataire doit mettre en place les moyens et procédures permettant de contrôler ses activités et celles de ses intermédiaires et dépositaires.

Au regard de ces éléments, le CDGF a prononcé un blâme à l'encontre de la société AGF Alternative Asset Management⁵³.

6 LE NOUVEAU DISPOSITIF RÉPRESSIF DE L'AMF

La loi de sécurité financière a défini quatre étapes totalement distinctes dans la fonction répressive de l'Autorité des marchés financiers.

- Les contrôles et enquêtes : engagés et menés sous la direction du secrétaire général de l'Autorité.
- L'ouverture de la procédure de sanction : décidée par l'une des trois Commissions spécialisées du Collège de l'Autorité après examen du rapport de contrôle ou d'enquête. Le président de l'AMF notifie alors les griefs aux personnes concernées et les transmet au président de la Commission des sanctions.
- L'instruction de la procédure de sanction : menée par un rapporteur désigné par le président de la Commission des sanctions parmi les membres de la Commission. À l'issue de ses diligences, le rapporteur établit un rapport écrit qui est communiqué à la personne mise en cause. Celle-ci est convoquée pour la séance de sanction.
- La sanction : prononcée par la Commission des sanctions réunie en séance plénière ou par l'une de ses deux sections.

La création d'une Commission des sanctions distincte du Collège constitue une réponse à l'exigence de séparation des fonctions de poursuite et de sanction, posée par la jurisprudence de la Cour d'appel de Paris et de la Cour de cassation par interprétation de l'article 6 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'Homme. Aucun des membres du Collège ne siège à la Commission des sanctions.

Bilan de l'action répressive de l'AMF entre le 24 novembre 2003 et le 31 mars 2004

Nombre d'enquêtes ouvertes	29
Nombre de contrôles effectués sur les prestataires de services d'investissement (PSI)	189
Nombre de contrôles sur place ouverts (PSI)	17
Nombre de procédures de sanction ouvertes ⁵⁴	23
Nombre de personnes sanctionnées (personnes morales et physiques)	6

A

Des pouvoirs de contrôle et d'enquête placés sous la direction du secrétaire général

Afin d'assurer l'exécution de sa mission, l'Autorité des marchés financiers réalise des contrôles sur pièces et sur place et des enquêtes décidées par le secrétaire général et conduites sous son autorité. À la création de l'Autorité, les services de la COB et du CMF ont été réorganisés pour répondre à deux fonctions : le contrôle des prestataires et des infrastructures de marché, et la surveillance des marchés et les enquêtes.

1

Le contrôle des prestataires et des infrastructures de marché

Composé d'une vingtaine de personnes, ce service a pour mission de s'assurer du respect de la réglementation applicable aux services d'investissement et services assimilés par les personnes relevant de la compétence de l'AMF, d'évaluer l'efficacité de l'organisation et des moyens qu'elles mettent en œuvre et de vérifier que la réglementation de l'AMF est bien comprise.

Sont concernés :

- l'ensemble des entreprises habilitées à fournir des services d'investissement et des services connexes ou exerçant leur activité en libre établissement en France ainsi que leurs collaborateurs soit environ 600 prestataires de services d'investissement et 500 sociétés de gestion ;
- les organismes de placement collectif et leurs sociétés de gestion ;
- le dépositaire central gestionnaire du système de règlement et de livraison d'instruments financiers ;
- l'entreprise de marché ;
- la chambre de compensation d'instruments financiers ;
- les membres des marchés négociateurs pour compte propre ;
- les intermédiaires en biens divers ;
- les conseillers en investissements financiers ;
- les personnes produisant et diffusant des analyses financières.

Ce service utilise également la possibilité offerte à l'AMF par la loi, de recourir à des corps de contrôle extérieurs (l'entreprise de marché, le dépositaire central, la Commission bancaire ou des cabinets d'experts).

Le contrôle sur pièces consiste 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 déclarées à l'AMF par l'entreprise de marché et les PSI.

Les contrôles sur place sont décidés par le secrétaire général de l'Autorité des marchés financiers, qui signe

⁵³ Bulletin mensuel COB, n° 383 d'octobre 2003, pages 119 à 122.

⁵⁴ Auxquelles s'ajoutent les 14 procédures de sanction héritées du CMF, de la COB et du CDGF.

l'ordre de mission, désigne le chef de mission et indique la personne à contrôler.

Les inspecteurs chargés du contrôle peuvent demander à la personne contrôlée la communication de tous documents qu'ils estiment utiles à leur mission, quel qu'en soit le support, et en obtenir copie. Ils peuvent entendre toute personne agissant pour le compte ou sous l'autorité de la personne contrôlée et susceptible de leur fournir des informations qu'elles estiment utiles à leur mission. Ils peuvent procéder à la vérification des informations transmises par confrontation avec des informations recueillies auprès de tiers. Elles peuvent accéder aux locaux à usage professionnel des personnes contrôlées.

Les résultats des missions de contrôle font l'objet d'un rapport écrit qui précise si des faits susceptibles de constituer des manquements aux règlements ou aux obligations professionnelles ont été relevés. Un exemplaire du rapport est communiqué à la personne contrôlée qui est invitée à faire part de ses observations à l'AMF.

2

La surveillance des marchés et les enquêtes

Cette direction rassemble une cinquantaine de personnes. Elle est chargée de détecter les anomalies qui peuvent se produire sur le marché et résulter d'éventuels délits et manquements, puis de mener des enquêtes sur les faits observés (manipulations de cours, opérations d'initiés, fausse information, non déclaration de franchissement de seuils, infractions aux règles de conduite, etc.).

La surveillance des marchés de l'AMF hérite de l'ensemble des outils informatiques de détection d'anomalies mis en place à la COB et au CMF. L'harmonisation et l'unification de ces outils dans le cadre de l'AMF devraient permettre d'accroître encore les performances de ce système.

Dans le cadre de la surveillance des marchés, l'AMF a déjà à plusieurs reprises attiré l'attention du public sur des faits de démarchage irréguliers et rappelé aux investisseurs français la nécessité de faire preuve de la plus grande prudence face à des produits financiers présentant des rendements très élevés, proposés notamment par le biais d'internet. L'AMF a ainsi créé une rubrique spécifique sur son site internet sur laquelle sont publiées les mises en garde de l'Autorité ainsi que celles reçues de ses homologues.

Les procédures d'enquête de l'AMF sont régies par des règles reprises des dispositions applicables à la COB⁵⁵.

L'ouverture d'une enquête est décidée par le secrétaire général de l'Autorité des marchés financiers, qui habilite les enquêteurs⁵⁶. Ceux-ci peuvent être des membres du personnel de l'AMF ou des membres de corps de contrôle extérieurs à l'AMF, des commissaires aux comptes, des experts inscrits sur une liste d'experts judiciaires ou des personnes ou autorités compétentes⁵⁷.

Les enquêteurs ont un droit d'accès aux locaux à usage professionnel. Ils peuvent se faire communiquer, notamment à l'occasion de ces visites, tous documents, quel qu'en soit le support. Ils peuvent convoquer et entendre toute personne. Celle-ci a le

droit de se faire assister d'un conseil de son choix.

Les procès-verbaux d'audition et de constatation sont signés par la personne entendue ou concernée par les investigations.

Le secret professionnel ne peut être opposé aux enquêteurs, sauf par les auxiliaires de justice. Le fait, pour toute personne, de mettre obstacle à une mission de contrôle ou d'enquête de l'Autorité des marchés financiers ou de lui communiquer des renseignements inexacts est puni d'un emprisonnement de deux ans et d'une amende de 300 000 euros⁵⁸.

Pour la recherche de certaines infractions boursières⁵⁹, les enquêteurs peuvent être autorisés par le président du Tribunal de grande instance et sous son contrôle à effectuer des visites en tous lieux y compris à usage professionnel ainsi qu'à procéder à la saisie de documents.

L'Autorité des marchés financiers peut également conduire des enquêtes à la demande d'autorités étrangères exerçant des compétences analogues.

Entre fin novembre 2003, date de la création de l'AMF, et fin mars 2004, le secrétaire général de l'AMF a ouvert 17 missions de contrôle sur place et 29 enquêtes.

Les contrôles et les enquêtes conduisent à l'élaboration de rapports transmis à l'une des Commissions spécialisées du Collège qui apprécie s'il y a lieu d'ouvrir une procédure de sanction.

B

Le collège décide l'ouverture des procédures de sanction

Les trois Commissions spécialisées⁶⁰ constituées en son sein par le Collège examinent les rapports d'enquête et de contrôle établis par les services de l'Autorité.

Les Commissions spécialisées peuvent décider :

- le classement du dossier ;
- la transmission à une autre autorité compétente, administrative, judiciaire, française ou étrangère ;
- l'envoi d'observations, éventuellement publiques, aux personnes intéressées ;
- l'ouverture d'une procédure de sanction.

En cas d'urgence, en même temps qu'elle ouvre une procédure, la Commission spécialisée peut également procéder à la suspension provisoire d'activité du prestataire de services d'investissement.

Lorsqu'il a été décidé d'ouvrir une procédure de sanction, le président de l'AMF notifie les griefs aux personnes mises en cause en leur adressant une lettre⁶¹ accompagnée du rapport d'enquête ou de contrôle⁶². Cette notification des griefs est transmise au président de la Commission des sanctions, qui désigne un rapporteur parmi ses membres.

Si la Commission spécialisée estime que des faits mentionnés dans le rapport d'enquête ou de contrôle sont susceptibles de recevoir une qualification pénale, elle transmet le rapport au Procureur de la République territorialement compétent. La Commission spécialisée

55

La procédure d'enquête applicable dans le cadre de la COB a été rappelée dans le rapport annuel de la COB 2002, page 195.

56

Article L. 621-9-1 du code monétaire et financier, et I et III de l'article 13 du décret n° 2003-1109 du 21 novembre 2003 relatif à l'Autorité des marchés financiers.

57

2° du I de l'article 11 du décret n° 2003-1109 du 21 novembre 2003 relatif à l'Autorité des marchés financiers.

58

Article L. 642-2 du code monétaire et financier.

59

Définies aux articles L. 465-1 et L. 465-2 du code monétaire et financier.

60

Voir *supra*, composition des Commissions spécialisées, p. 11.

61

Article L. 621-15 du code monétaire et financier.

62

Article 18 du décret n° 2003-1109 du 21 novembre 2003 relatif à l'Autorité des marchés financiers

peut décider de rendre publique cette transmission. Si les suspicions portent sur des délits boursiers (manipulation de cours, fausse information, délit d'initié), c'est au Procureur de la République près le Tribunal de grande instance de Paris, seul compétent en la matière, que le Collège transmet immédiatement le rapport.

Le rapport peut également être communiqué, pour l'accomplissement de leurs missions, à d'autres Autorités françaises ou étrangères dans le respect des règles de secret professionnel prévues par le code monétaire et financier.

Les Commissions spécialisées de l'Autorité des marchés financiers ont commencé à examiner les rapports d'enquête et de contrôle dès le mois de janvier 2004 : entre janvier et fin mars 2004, 23 procédures de sanction ont été ouvertes par l'AMF⁶³.

C Une procédure contradictoire qui relève exclusivement de la Commission des sanctions

C'est à la seule Commission des sanctions que revient l'instruction de la procédure et la décision de sanction. Elle ne peut être saisie pour des faits remontant à plus de 3 ans si aucun acte tendant à leur recherche, constatation ou sanction n'a été effectué pendant ce délai.

1 La Commission des sanctions : une structure *ad hoc* mixte dans sa composition

Composée de douze membres, la Commission des sanctions comprend deux conseillers d'État et deux conseillers à la Cour de cassation, six membres désignés par le ministre de l'Économie à raison de leur compétence financière et juridique et de leur expérience en matière d'appel public à l'épargne et d'investissement de l'épargne dans des instruments financiers, après consultation des organisations représentatives des émetteurs, des prestataires de services d'investissement et des organes de marché, ainsi que deux représentants des salariés des entreprises réglementées, également désignés par le ministre de l'Économie après consultation des organisations syndicales représentatives.

Nommés pour cinq ans et renouvelés par moitié tous les trente mois, les membres de la Commission des sanctions sont soumis à des règles strictes de déclaration de leurs intérêts et de prévention des conflits d'intérêts afin de garantir leur indépendance.

Cette composition mixte reprend en les réunissant les caractéristiques des formations antérieures⁶⁴. Elle tient compte du caractère disciplinaire de la procédure à l'égard des professionnels réglementés et allie tout à la fois expérience du marché et compétence juridique. Le Président est élu par les membres de la Commission, parmi les quatre magistrats. Il ne dispose pas d'une voix prépondérante en cas de partage égal des voix. Les décisions sont donc prises à la majorité

des présents⁶⁵. Monsieur Jacques Ribs, Conseiller d'État, a été élu président le 25 novembre 2003.

Comme la loi le lui permettait⁶⁶, la Commission des sanctions a constitué deux sections de six membres, dont la composition respecte l'équilibre voulu par le législateur⁶⁷. La première section est présidée par Monsieur Jacques Ribs et la seconde par Madame Claude Nocquet, Conseiller à la Cour de cassation.

2 L'unification de la procédure de sanction

La loi du 1^{er} août 2003 a unifié les procédures de sanctions administratives et disciplinaires, héritées de la COB, du CMF et du CDGF, tout en conservant les *quantum* antérieurs.

Peuvent ainsi être infligées des sanctions disciplinaires (avertissement, blâme, interdiction à titre temporaire ou définitif de l'activité concernée) et/ou pécuniaires (1,5 million d'euros maximum ou le décuple des profits éventuellement réalisés) aux personnes morales réglementées ou à toute personne ayant commis un abus de marché⁶⁸. Pour les personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte de professionnels, la sanction pécuniaire se limite à 300 000 euros ou le quintuple des profits éventuellement réalisés (hors le cas d'un abus de marché).

La loi n'a toutefois pas unifié les compétences contentieuses, confiant au Conseil d'État le contentieux des sanctions prononcées à l'encontre des professionnels, y compris en cas d'abus de marché, et à la Cour d'appel de Paris le contentieux des sanctions infligées à des tiers.

3 Le rapporteur instruit contradictoirement le dossier

Avec la notification de griefs commence la phase véritablement contradictoire de la procédure. La notification des griefs adressée par le président de l'AMF est accompagnée du rapport d'enquête ou de contrôle. Elle précise à la personne mise en cause qu'elle dispose d'un délai d'un mois pour transmettre ses observations au président de la Commission des sanctions et qu'elle peut prendre connaissance et copie des autres pièces du dossier auprès du secrétariat de la Commission des sanctions⁶⁹.

Désigné par le président de la Commission des sanctions parmi les membres de la Commission, le rapporteur procède à toutes diligences utiles, avec l'assistance de la Direction des affaires juridiques de l'AMF s'il le souhaite, selon une procédure contradictoire. Il entend la personne mise en cause si celle-ci le demande ou s'il l'estime utile. Il peut également entendre toute personne dont l'audition lui paraît utile. La personne entendue peut être assistée d'un conseil de son choix.

Si le rapporteur estime que les griefs doivent être complétés ou sont susceptibles d'être notifiés à une ou plusieurs autres personnes, il saisit à cette fin la Commission spécialisée du Collège qui a examiné le rapport.

⁶³ Procédures auxquelles s'ajoutent les 14 héritées du CMF, du CDGF et de la COB.

⁶⁴ Exclusivement des professionnels au CDGF et au CMF ; des magistrats et des personnalités qualifiées désignées par des autorités publiques pour la COB.

⁶⁵ Article L. 621-3 II du code monétaire et financier.

⁶⁶ Article L. 621-2 IV du code monétaire et financier dont les modalités d'application sont précisées par l'article 7 du décret n° 2003-1109 du 21 novembre 2003.

⁶⁷ Décision du 28 novembre 2003 relative à la composition des sections de la Commission des sanctions (JO 18 décembre 2003, p. 21615).

⁶⁸ Au sens de l'article L. 621-15 II du code monétaire et financier.

⁶⁹ Article 18 du décret n° 2003-1109 susmentionné.

Le rapporteur consigne par écrit le résultat de ses travaux. Son rapport est communiqué à la personne mise en cause qui dispose d'un délai de quinze jours pour faire connaître par écrit ses observations sur ledit rapport.

Il est procédé à la convocation de la personne mise en cause devant la Commission des sanctions au moins un mois avant la séance.

4 La séance de la Commission des sanctions : publicité à la discrétion de la personne mise en cause

La séance est publique à la demande de la personne mise en cause sauf motif tiré de l'ordre public ou de l'atteinte au secret industriel et commercial ou à un secret protégé par la loi⁷⁰.

Lors de la séance le rapporteur présente son rapport, le commissaire du gouvernement peut présenter des observations, la personne mise en cause et, le cas échéant, son conseil présentent la défense de celle-ci. L'audition de toute personne peut être décidée par le président⁷¹.

5 Le délibéré hors la présence de la personne mise en cause, du rapporteur et du commissaire du gouvernement

Dans la suite de la jurisprudence de la Cour de cassation à propos de la COB⁷², le rapporteur ne participe pas au délibéré.

Contrairement à ce qui prévalait au CMF et au CDGF, le commissaire du gouvernement ne participe pas non plus au délibéré et il ne dispose pas du droit de demander une deuxième délibération.

6 Une décision motivée et susceptible d'être rendue publique

La décision de la Commission est acquise à la majorité des voix. Elle mentionne les noms des membres qui ont statué. Elle doit être motivée. Dans tous les cas, et par application du principe de proportionnalité, le montant de la sanction doit être fixé en fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits éventuellement tirés des manquements⁷³.

La décision peut être rendue publique, aux frais de la personne sanctionnée, dans les publications, journaux ou supports que la Commission désigne⁷⁴.

À la suite de l'installation de l'Autorité des marchés financiers le 24 novembre 2003, la Commission des sanctions a repris, en l'état, les 14 procédures de sanction en cours devant la COB, le CMF et le CDGF, conformément aux dispositions transitoires de la loi de sécurité financière⁷⁵. Des rapporteurs nouveaux ont été désignés pour chacune de ces procédures ainsi que pour les 23 rapports de contrôle ou d'enquête ayant donné lieu à des notifications de griefs par les Commissions spécialisées⁷⁶, ce qui conduit à un total de 37 procédures en cours à l'AMF dont 3 ont d'ores et déjà donné lieu à sanction en mars 2004.

D

Les premières sanctions prononcées par l'AMF

1 À l'encontre de la Société GSD Gestion et de M. Jacques Gautier, décision de sanction du 16 mars 2004

La Commission des sanctions de l'AMF a caractérisé à l'encontre de la société de gestion GSD Gestion des manquements aux conditions d'agrément et d'exercice des sociétés de gestion posées par le règlement COB n° 96-02 d'une part et aux règles de bonne conduite fixées par le règlement COB n° 96-03 d'autre part.

En premier lieu, la Commission des sanctions a constaté que la société GSD Gestion n'avait pas été dotée de deux dirigeants effectifs et expérimentés en 1999 et 2000, en contravention avec l'article 8 du règlement COB n° 96-02, le *curriculum vitae* de M. Thierry Gautier, fils du président de la société GSD Gestion, faisant apparaître qu'il n'avait pas occupé les fonctions de directeur général de la société GSD Gestion à partir de juin 1998 mais au contraire qu'il poursuivait ses études.

Elle a également constaté que par deux fois, la société avait omis d'informer la COB d'un changement de gérant de portefeuille, ce qui est contraire à l'article 16 du règlement COB n° 96-02.

En second lieu, la Commission des sanctions a constaté que les gérants de portefeuille de la société GSD Gestion étaient salariés à temps partiel et avaient créé des sociétés tierces qui, d'une part, apportaient de la clientèle à GSD Gestion et prenaient en charge sous forme d'honoraires le montant des salaires afférents au poste de gérant et, d'autre part, pour certaines d'entre elles, fournissaient également à GSD Gestion des prestations de conseil dont la matérialité n'a pas été justifiée.

Ces sociétés tierces étaient rémunérées par la rétrocession d'une partie des commissions de mouvements perçues par la société GSD Gestion qui ont représenté 50 % en 1999 et 64 % en 2000 de son chiffre d'affaires du fait d'une rotation spécialement élevée des portefeuilles apportés et gérés par les gérants.

La Commission des sanctions a considéré qu'il résultait de ces éléments que M. Jacques Gautier, président de la société GSD Gestion, avait ainsi mis en place un système permettant aux sociétés créées par les gérants de bénéficier de l'agrément délivré par la COB à la société GSD Gestion en échange d'une rémunération, pour lui-même et pour la société, principalement fondée sur les commissions de mouvements générées par l'activité autonome desdits gérants.

Elle a estimé que ce mode de fonctionnement était constitutif de plusieurs manquements aux règles de bonne conduite applicables au service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers :

- l'insuffisance du nombre des gérants salariés au regard de l'importance des portefeuilles et des OPCVM gérés, ce qui est contraire au principe de permanence de la gestion, notamment en cas

70
Article 20-I du décret
n° 2003-1109
susmentionné.

71
Article 20-II du décret
n° 2003-1109
susmentionné

72
Cass. Ass. Plé.,
5 février 1999 Oury
et en sens contraire
à propos du CMF, CE,
3 décembre 1999 Didier.

73
Article L. 621-15 III
du code monétaire
et financier.

74
Article L. 621-15 V
du code monétaire
et financier.

75
Article 49-IV de la loi
de sécurité financière.

76
Chiffres arrêtés
au 31 mars 2004.

d'absence d'un des gérants, principe résultant de l'article L. 533-4 du code monétaire et financier et du paragraphe 1.12 de l'instruction COB du 17 décembre 1996 ;

- l'incapacité d'avoir une gestion autonome, au sens de l'article 3 du règlement COB n° 96-03, la société s'étant placée en état de dépendance à l'égard du système mis en place par son président ;
- l'insuffisance du contrôle interne, en contravention avec l'article L. 533-4 du code monétaire et financier et l'article 11 du règlement COB n° 96-03 ainsi que le démontrent :
 - . le fait que les performances très disparates des gérants de portefeuille en charge de mandats de gestion similaires, de type "dynamique", n'ont suscité de la part de M. Gautier, qui était officiellement en charge du contrôle interne, d'autre réaction que d'interroger le gérant dont les performances étaient négatives sur l'existence ou non de plaintes émanant de ses clients,
 - . le fait que l'un des gérants de portefeuille ne connaissait pas l'identité de la personne en charge du contrôle interne au sein de la société alors que celle-ci dispose de peu de personnel,
- qu'enfin, elle a estimé que le faible nombre de plaintes de clients n'est pas un critère de l'effectivité du contrôle interne et que le fait que M. Gautier ait procédé à la liquidation de positions de clients insuffisamment couvertes ne suffit pas non plus à démontrer l'effectivité du contrôle interne dans la mesure où cette décision relève de sa fonction de président et non de celle de contrôleur interne *stricto sensu*.

Dès lors, la Commission des sanctions a considéré que le mode de fonctionnement de la société GSD Gestion était nécessairement en contravention avec l'obligation, pour une société de gestion, de disposer en permanence de moyens adaptés à ses activités et conformes à la réglementation, posée par l'article 9 du règlement COB n° 96-03 et l'article 10 du règlement COB n° 96-02.

La Commission des sanctions a prononcé en conséquence un blâme et une sanction pécuniaire de 50 000 euros à l'encontre de la société GSD Gestion et de M. Jacques Gautier à titre personnel. Elle a décidé de publier cette décision au Bulletin des annonces légales obligatoires ainsi que dans la Revue mensuelle⁷⁷ et sur le site internet de l'Autorité des marchés financiers.

À la date de rédaction du présent rapport, cette décision de sanction n'avait fait l'objet d'aucun recours devant le Conseil d'État.

2 À l'encontre de la société Exane et de M. Laurent Taburet, décision de sanction du 18 mars 2004

La procédure mettant en cause la société EXANE était relative à des faits pouvant caractériser un décalage intentionnel des cours du titre Xilam Animation et à des interventions effectuées pour induire en erreur les autres membres du marché.

La Commission des sanctions a prononcé à l'encontre de la société EXANE un avertissement et une sanction pécuniaire de 30 000 euros sur le fondement des articles 3-4-1, 3-4-7 et 3-4-10 du règlement général du CMF et un avertissement à l'encontre du négociateur, Monsieur Laurent Taburet sur le fondement des articles 3-4-7 et 3-4-10 du même règlement général.

Elle a ordonné la publication de cette décision au Bulletin des annonces légales obligatoire (BALO) ainsi que sur le site internet et dans la Revue mensuelle de l'Autorité des marchés financiers⁷⁷.

À la date de rédaction du présent rapport, cette décision de sanction n'avait fait l'objet d'aucun recours devant le Conseil d'État.

3 À l'encontre de la société Crédit Agricole Indosuez Cheuvreux (CAIC) et de M. Charles Fabregat, décision de sanction du 18 mars 2004

La procédure mettant en cause la société Crédit Agricole Indosuez Cheuvreux et son collaborateur, Monsieur Charles Fabregat était relative aux relations entre une société de gestion et un prestataire de services d'investissement chargé de recevoir et d'exécuter les ordres qu'elle passait pour elle-même et pour ses clients.

Il était reproché à CAIC une prise d'ordres sans précision sur leur affectation à un compte déterminé, une répartition de ces ordres en fin de journée ou le lendemain et un traitement permettant de privilégier certains clients.

Sur le fondement des articles 3-1-1 et 3-3-1 du règlement général du CMF, la Commission des sanctions a prononcé un avertissement à l'encontre de la société CAIC et de Monsieur Charles Fabregat et a ordonné la publication de cette décision au Bulletin des annonces légales obligatoires (BALO) ainsi que sur le site internet et dans la Revue mensuelle de l'Autorité des marchés financiers⁷⁷.

À la date de rédaction du présent rapport, cette décision de sanction n'avait fait l'objet d'aucun recours devant le Conseil d'État.

⁷⁷ Revue mensuelle de l'AMF n°3, mai 2004

6

CHAPITRE 6 LES RÉCLAMATIONS DES ÉPARGNANTS ET L'ACTIVITÉ DU MÉDIATEUR

p. 174	1 Rappels
p. 175	2 Bilan quantitatif
p. 179	3 Les thèmes caractéristiques de l'année
p. 185	4 Conclusion

6

CHAPITRE 6 LES RÉCLAMATIONS DES ÉPARGNANTS ET L'ACTIVITÉ DU MÉDIATEUR

p. 174	1 Rappels
p. 175	2 Bilan quantitatif
p. 179	3 Les thèmes caractéristiques de l'année
p. 185	4 Conclusion

À l'occasion de sa sixième année d'activité le médiateur, Daniel Farras¹, a formulé, dans le cadre du présent rapport et sous sa seule responsabilité, diverses observations qui lui ont paru de nature à améliorer la protection de l'épargne.

1 RAPPELS

La loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 a explicité la mission du service de la Médiation qui, avant la création de l'Autorité des marchés financiers, s'exerçait déjà aussi bien dans le domaine de compétence de la Commission des opérations de bourse que dans celui du Conseil des marchés financiers.

Le premier alinéa de l'article L. 621-19 du code monétaire et financier dispose en effet que *"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"*.

Du début de l'année jusqu'au printemps 2003, la valeur de l'indice CAC 40 a baissé et sa volatilité a été forte. Ensuite, jusqu'à la fin de l'année, sa valeur a progressé et sa volatilité a diminué. Si, en simplifiant, on s'autorisait à considérer cette évolution comme représentative du climat boursier sur la place de Paris en 2003, on pourrait en déduire que les conditions objectives du retour à la sérénité ont existé pendant la plus grande partie de l'année et qu'elles ont pu

introduire une discontinuité bienvenue par rapport aux dossiers des années précédentes.

En réalité, il n'en a pas été ainsi. En tout cas aucune différence sensible dans l'état d'esprit des épargnants n'a été enregistrée par le service de la Médiation. Cela ne signifie pas seulement qu'ils ont continué à s'adresser en grand nombre au médiateur, mais aussi et surtout qu'ils ont fait état du même type de préoccupations que leurs devanciers.

En raison de cette forte continuité thématique, il ne serait pas totalement dépourvu de pertinence de renvoyer le lecteur habituel de cette rubrique, que l'on supposera attentif mais pressé, aux remarques formulées l'année dernière. Et, de fait, les leçons que l'on peut tirer du traitement des plaintes reçues dans des domaines tels que l'exécution des ordres, les pannes informatiques, les ordres avec service de règlement et livraison différés, les transferts de compte ou encore la gestion sous mandat, sont sensiblement les mêmes qu'en 2002.

Que l'on ne se méprenne pas. Cela ne signifie pas que ces thèmes seraient devenus moins importants. Cela veut dire, au contraire, qu'il n'est pas possible

¹ À compter du 27 avril 2004, Madeleine Guidoni a succédé à Daniel Farras au poste de médiateur de l'AMF.

de diminuer le niveau d'attention et, le cas échéant, d'exigence qu'ils requièrent. Par exemple :

- Il est toujours aussi anormal que des transferts de comptes-titres demandent plusieurs mois lorsque ni la spécificité des mouvements en provenance ou à destination de l'étranger, ni l'imprécision des instructions du client ne sont en cause.
- En matière de couverture des ordres avec service de règlement et livraison différés, la jurisprudence de la Cour de cassation, dont on a pu penser un moment qu'elle s'infléchirait en restreignant la marge de manœuvre des prestataires, est revenue à son point d'équilibre antérieur : l'exigence de reconstitution d'une couverture devenue insuffisante obéit principalement à une logique de protection du marché ; le seul fait de ne pas l'imposer de façon automatique n'est pas constitutif d'une faute du prestataire vis-à-vis de son client. En revanche l'établissement qui, pendant la même période, laisse la situation de son client se dégrader sans l'en avertir, engage sa responsabilité.
- La gestion des pannes informatiques et la détermination de la politique tarifaire des prestataires ne relèvent pas du régulateur. Nous ne sommes pas en économie administrée. En revanche il est exigé des professionnels qu'en cas d'indisponibilité ils mettent à disposition des investisseurs des moyens alternatifs d'accès à l'information et au circuit de passation des ordres. Quant aux grilles tarifaires, elles peuvent être modifiées sans autorisation préalable, sauf si la convention de compte en dispose autrement, mais il est vivement recommandé de tenir les clients informés des nouveaux prix avant leur entrée en vigueur, afin qu'ils puissent prendre leurs dispositions en temps utile s'il n'acceptent pas les hausses ou les aménagements.
- Dans le domaine de la gestion sous mandat, le constat d'une moins-value ne suffit pas à caractériser une faute du professionnel ; encore faut-il que cette gestion, non décorrélée des risques du marché dans tous les cas soumis au service, corresponde à l'orientation convenue lors de l'entrée en relations, que la formulation de cette orientation reflète bien la volonté du client et que celui-ci soit correctement informé de l'évolution de son portefeuille. D'où l'insistance avec laquelle le médiateur persiste à recommander :
 - . que les orientations soient définies avec précision et par écrit, car les mêmes termes - « prudente », « dynamique », « équilibrée » - recouvrent des notions et des pratiques différentes d'un intermédiaire financier à l'autre ;
 - . que tout changement d'orientation en cours de mandat soit, lui aussi, consigné dans un écrit opposable aux deux parties ;
 - . que l'information autre que strictement quantitative, qui fait en principe l'objet d'un rapport au moins semestriel, soit adaptée au client, c'est-à-dire destinée à expliquer la politique de gestion appliquée au type de portefeuille dont il relève ;
 - . qu'en cas de baisse importante des actifs gérés depuis la signature du mandat, un rendez-vous soit organisé avec le client afin de faire le point et d'examiner avec lui les avantages et

les inconvénients d'un éventuel changement d'orientation.

Il y a cependant deux sujets qui, par exception, malgré les traits communs qu'ils présentent d'une année sur l'autre, ne doivent être traités ni par renvoi, ni par prétérition, à cause de l'intensité croissante avec laquelle ils se manifestent, caractérisée à la fois par le grand nombre d'observations et plaintes reçues et par le profond malaise exprimé par les épargnants. Ce sont les fonds à formule indiciels et ce que l'on appellera, en première approximation, l'« étrangeté » ou les « incohérences » du marché.

Ce dernier domaine, moins homogène que le premier, rassemble les situations dans lesquelles le plaignant ne se sent pas à sa place – alors qu'il y est – parce qu'il a l'impression qu'on ne lui laisse pas assez de temps pour agir ou que le marché est perçu par lui comme opaque, voire comme un lieu de manipulations.

Ces deux thèmes seront développés après l'exposé du bilan quantitatif de l'activité du service.

2 BILAN QUANTITATIF

Par convention, on appelle « médiation » tout dossier ayant donné lieu à une intervention du service auprès de la partie qui ne l'a pas saisi la première d'un différend, quels que soient l'évolution des positions respectives pendant cette intervention et le résultat de celle-ci.

On appelle « consultation » tout autre dossier. Cette catégorie est composée principalement des réponses aux interrogations des épargnants sans connotation litigieuse affichée.

Deux catégories statistiques correspondent aux deux missions du service.

A La charge de travail

2020 dossiers ont été ouverts en 2003, dont 1339 consultations et 681 médiations. Le flux annuel est en légère augmentation par rapport à l'année dernière (+ 2 %). La répartition des dossiers entre les deux catégories ou missions n'a pas varié (66 % et 34 % respectivement).

1632 correspondants ont en outre été accueillis lors des permanences téléphoniques assurées les mardis et les jeudis, soit une augmentation de 5 %.

1720 dossiers, soit 85 % des ouvertures, ont été traités dans l'année, auxquels s'ajoutent 263 dossiers ouverts

en 2002 et clôturés en 2003. Au total, 1983 dossiers ont été traités, soit l'équivalent de 98 % des ouvertures de l'année.

B

La répartition des dossiers

1

L'origine

Les investisseurs individuels, seuls ou représentés par un avocat, représentent 91 % des saisines. Le service demeure, depuis sa création, le destinataire des inquiétudes et des plaintes de ceux qui s'appellent eux-mêmes les « petits porteurs ».

Pour les consultations, cela correspond à la vocation spécifique du service de la Médiation, car la réponse aux questions des professionnels relève des autres directions et services du régulateur. Pour les médiations, rien n'empêche un professionnel, en désaccord avec un client, de saisir la Médiation de l'Autorité.

On constate néanmoins qu'ils sont très peu nombreux à utiliser cette possibilité, préférant orienter les clients mécontents vers leurs services commerciaux spécialisés ou vers le médiateur de la société lorsque, allant au-delà des dispositions de l'article 13 de la loi du 11 décembre 2001 portant mesures urgentes de réformes à caractère économique et financier, des compétences ont été attribuées à celui-ci en matière boursière².

2

Les cibles

Cette notion de « cible » est plus large que celle de « destinataire » ou de « mis en cause ». Elle désigne le type d'intervenant sur le marché implicitement ou explicitement visé par la question ou la réclamation.

Les prestataires de services d'investissement représentent 52 % des cibles et les émetteurs 37 %.

À l'intérieur de la catégorie prestataires, les courtiers en ligne comptent pour 27 %, c'est-à-dire deux fois leur part de marché. On peut donc estimer, en première approximation, que la clientèle de ce type de société est la plus impliquée et la plus réactive.

Par convention, les anomalies ou incompréhensions tirées de l'observation du marché ont été affectées à la cible « émetteurs ». Il s'agit là d'un premier zonage des dossiers, qui doit être affiné par une approche thématique, et qui est *a priori* exclusive de toute idée de responsabilité.

3

Les thèmes

Compte tenu de l'expérience acquise après deux années de fonctionnement et afin de permettre une meilleure exploitation statistique, la nomenclature des thèmes a été modifiée au début de l'année 2003 et la masse des dossiers, distribuée entre 11 thèmes généraux, comme le montre le tableau suivant.

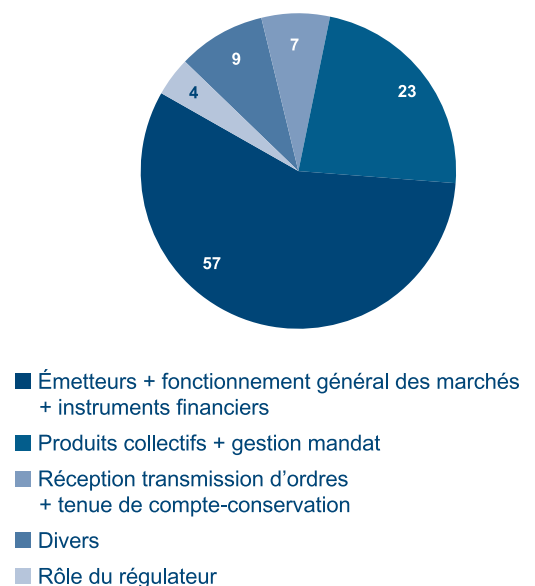
Ces thèmes sont eux-mêmes ventilés en 80 thèmes élémentaires.

A - Produits collectifs
B - Gestion sous mandat
C - Transmission/Exécution des ordres
D - Tenue de comptes/Conservation
E - Émetteurs
F - Fonctionnement général des marchés
G - Instruments financiers (autres que produits collectifs)
H - Démarchage
I - Conseil en gestion de patrimoine et en investissement financier
J - Organismes de contrôle/Tutelle/Défense
K - Divers

En consultation, les trois classes « émetteurs », « fonctionnement général des marchés » et « instruments financiers » représentent 57 % des ouvertures. C'est le bloc le plus important, qui renvoie aux préoccupations touchant à la pertinence de la stratégie des dirigeants, à la qualité de l'information qu'ils donnent au marché, aux difficultés d'accès aux assemblées générales, à l'opacité entourant les sociétés en difficulté, au prix des offres publiques et aux variations de cours inattendues ou incomprises.

Les classes « produits collectifs » et « gestion sous mandat » représentent 23 % du flux. Elles recouvrent les questions portant sur les OPCVM généraux, les produits de capital-risque, la disponibilité des parts de FCPE, la licéité ou l'opportunité des décisions prises par les sociétés de gestion de SCPI, la pertinence et le résultat des opérations effectuées dans le cadre d'un mandat de gestion, etc. Ces deux blocs réunis représentent 80 % des questions posées par les investisseurs non professionnels (graphique 1).

Graphique 1 : répartition des consultations par thème (en %)



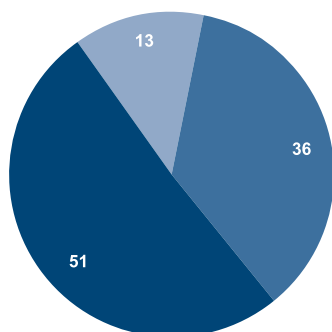
En médiation, le premier bloc précité (« émetteurs, marchés et instruments ») représente 13 % des arrivées. Les réclamations portant sur les fonctions de

² Cet article prévoit que tout établissement de crédit désigne un ou plusieurs médiateurs chargés de recommander des solutions aux litiges relatifs à la gestion des comptes de dépôt et à la vente ou offre de vente de produits et services groupés ou donnant droit gratuitement à une prime financière ou en nature.

réception, transmission et exécution des ordres et de tenue de compte-conservation sont trois fois plus nombreuses. Les litiges classiques relatifs aux ordres passés deux fois, aux bons d'option (*warrants*) en fin de vie qui ont un comportement apparemment aberrant, aux insuffisances de couverture ou aux délais excessifs de transferts de comptes appartiennent à ce second groupe.

Enfin la plupart des plaintes se rattachent aux classes « produits collectifs » et « gestion sous mandat » : 51 % à elles deux, avec une prédominance très forte de la première (42 %), dont relèvent les réclamations relatives aux moins-values enregistrées à l'échéance des fonds à formule (graphique 2).

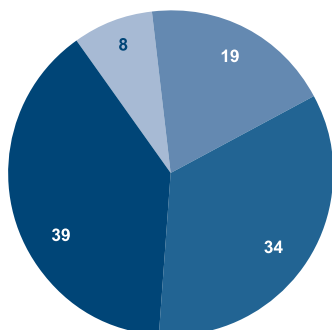
Graphique 2 : répartition des médiations par thème (en %)



- Produits collectifs + gestion sous mandat
- Réception transmission d'ordres + tenue de compte-conservation
- Émetteurs + fonctionnement général des marchés + instruments financiers

Si l'on considère ensemble les dossiers de médiation et de consultation, le bloc thématique « émetteurs, marchés et instruments » reste le plus important (39 %), suivi du bloc « produits collectifs et gestion sous mandat » (34 %, dont 28 % pour les « produits collectifs ») (graphique 3).

Graphique 3 : répartition des consultations et des médiations par thème (en %)



- Émetteurs + fonctionnement général des marchés + instruments financiers
- Produits collectifs + gestion sous mandat
- Réception transmission d'ordres + tenue de compte-conservation
- Autres

Par thèmes élémentaires, les dossiers de médiation les plus nombreux portent sur l'« information lors de la souscription » et sur les « OPCVM à formule », alors que les « anomalies sur le marché » prédominent en consultation.

C

Les résultats : analyse des dossiers par motif de clôture

1

La consultation

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 service répond directement à la plupart des interrogations. Cependant la vérification de certaines allégations doit être effectuée par les directions spécialisées de l'Autorité, notamment en matière de manipulation de cours ou de fausse information. Le correspondant est alors informé de cette transmission interne. En 2003, 13 % des dossiers de consultation ont relevé de cette procédure.

Certaines questions portent sur une matière qui ne relève pas de l'Autorité, mais elles lui sont adressées parce que ce sont des difficultés rencontrées à l'occasion d'un investissement boursier qui les ont fait naître.

Sont dans ce cas les 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 c'est l'interprétation de dispositions fiscales qui est en jeu.

Le service indique dans chaque cas à ses correspondants le ou les organismes susceptibles de répondre ou d'intervenir.

La proportion de ce type de dossiers est stable : 20 % des consultations traitées dans l'année.

2

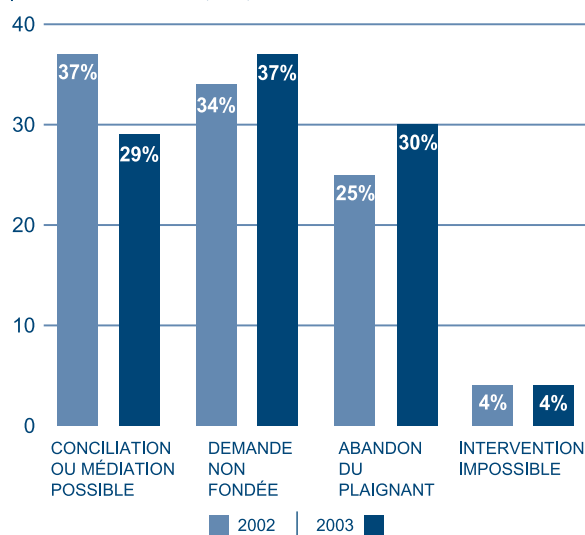
La médiation

La ventilation, par motif de clôture, des dossiers de médiation est la suivante (en %) :

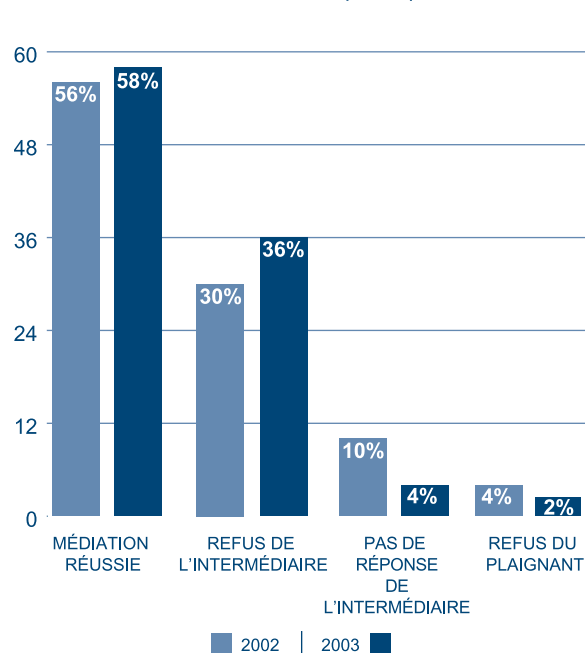
Les graphiques 4 et 5 permettent de visualiser les évolutions constatées entre 2002 et 2003 : La proportion d'affaires dans lesquelles le médiateur ne peut pas intervenir est faible et reste stable à 4 %. Les abandons de la part des plaignants passent de 25 % à 30 %. Or, ils étaient passés de 11 % à 25 % entre 2001 et 2002.

CONCILIATION OU MÉDIATION POSSIBLE	29%
dont :	
Médiation réussie	58%
Refus de l'intermédiaire	36%
Pas de réponse de l'intermédiaire	4%
Refus du plaignant	2%
DEMANDE NON FONDÉE	37%
ABANDON DU PLAIGNANT	30%
INTERVENTION IMPOSSIBLE (enquête en cours, juridiction saisie)	4%

Graphique 4 : ventilation des dossiers de médiation par motif de clôture (en %)



Graphique 5 : ventilation des dossiers pour lesquels une conciliation ou une médiation paraît possible (en %)



Cette augmentation est préoccupante, mais ne peut pas être directement maîtrisée par le service, car ces abandons ne résultent pas de regrets ou d'insatisfaction en cours de procédure. Ils sont le fait de plaignants à qui l'on a accusé réception de leur courrier, auxquels on a demandé la copie des pièces dont l'examen est indispensable pour traiter le dossier (contrat d'ouverture de compte ou de mandat, relevés ou avis d'opéré, échanges de correspondance), qui ont été relancés et qui n'ont pas donné suite.

Ils concernent aussi les personnes qui ont saisi le médiateur avant de réclamer auprès de l'émetteur ou du prestataire, qui ont été invitées à faire cette démarche préalable et à revenir auprès du service s'ils n'obtiennent pas satisfaction et qui ne se sont plus manifestées.

Par définition, il n'est pas possible de savoir à quoi est dû leur renoncement. Il est permis de supposer que dans un certain nombre de cas, la simple annonce de la saisine de l'Autorité ou la réclamation préalable ont pu faciliter une issue satisfaisante. Il est également possible que dans d'autres situations, une fois la colère retombée, le plaignant ait estimé que sa démarche était inappropriée. Mais il est à craindre que le découragement face à la nécessité de reconstituer un dossier lacunaire ou épars explique un nombre important de désistements. Il est malheureusement impossible d'intervenir efficacement en faveur de celui qui réclame sans un minimum de participation de sa part.

L'autre sujet de réflexion que font apparaître ces résultats, c'est le rééquilibrage entre les demandes *a priori* fondées et celles qui ne le sont pas, en faveur de ces dernières. Le rapport entre les deux catégories, en pourcentage du nombre des clôtures, est passé de 37/34 à 29/37. Il est vrai qu'il était de 29/50 en 2001, ce qui relativise l'ampleur de la variation.

Il importe de préciser que «conciliation ou médiation possible» et «demande non fondée» ne sont pas des concepts juridiques, mais des catégories propres au service, qui se fondent sur l'appréciation que porte celui-ci sur les mérites de la réclamation après instruction et intervention le cas échéant. Elles servent, d'une part, à classer les dossiers par résultat et à rendre compte du travail accompli, et, d'autre part, à éclairer brièvement les plaignants, avant la clôture de leur dossier, sur leurs chances de succès, estimées par le tiers impartial que doit être le médiateur, au cas où ils envisageraient de porter l'affaire devant les juridictions compétentes.

Pas plus à ce moment-là qu'en cours de traitement, ce tiers ne s'érige en juge du professionnel ni en avocat du client. Il s'efforce simplement d'éviter aux personnes qui le saisissent, tout en préservant leur liberté d'action, des démarches qui paraissent vouées à l'échec en fonction des faits de l'espèce et de la jurisprudence disponible.

Les demandes non fondées sont celles qui, après étude des pièces envoyées par le plaignant et analyse de la réponse fournie par le professionnel, apparaissent entachées de mauvaise foi, comportent des erreurs de fait ou bien rapportent des situations ou des comportements qui ne contreviennent à aucun texte et ne constituent ni des imprudences, ni des négligences au moment des faits.

Même en l'absence de faute ou de dysfonctionnement apparent au moment de la saisine, le médiateur intervient auprès du prestataire dans la majorité des cas afin de donner à ce dernier, s'il le juge opportun, l'occasion de dépasser les considérations juridiques et de réagir concrètement, au cas par cas, en termes d'équité, d'image ou de relation commerciale à préserver.

Lorsqu'une conciliation ou une médiation paraissent possibles, une solution entièrement ou partiellement favorable au plaignant est trouvée dans un peu plus d'un cas sur deux. Cette proportion est stable d'une année sur l'autre.

Les refus des intermédiaires s'expliquent avant tout par le souci de ne pas distendre le lien entre indemnisation et faute ou encore de ne pas aller au-delà d'une geste commercial, même modeste, consenti antérieurement.

Le taux de non-réponse des professionnels est passé de 10 % à 4 %. Cette évolution positive mérite d'être soulignée : en effet, le plaignant ne peut être utilement éclairé sur le devenir possible de son dossier que si le prestataire exprime sa position et donne sa version des faits et ses raisons. Par exemple, dans un cas de refus de médiation et en présence de versions contradictoires, l'attention de l'épargnant qui demeure persuadé d'avoir raison malgré la réaction négative de son intermédiaire sera appelée sur la nécessité de prouver ses allégations devant le juge qu'il pourrait être tenté de saisir.

La pertinence et l'utilité de ces indications finales, données dans un souci d'équité, c'est-à-dire en fin de compte pour le bénéfice de toutes les parties, d'abord au plaignant puis au prestataire, dépendent beaucoup de la qualité de l'information reçue par le médiateur. Or, même lorsque les émetteurs et les intermédiaires répondent, c'est-à-dire dans la quasi-totalité des cas, comme il vient d'être dit, le degré de précision et de technicité de leurs arguments et la propension à étayer les affirmations avancées par des pièces justificatives varient beaucoup d'une société à l'autre.

Il est certes normal que les professionnels gardent l'entière maîtrise de leur style de communication, mais on soulignera ici, une fois encore, qu'un excès de prudence et de concision de leur part empêche le service de jouer pleinement son rôle, qui comporte, indépendamment du résultat financier de l'intervention, un aspect pédagogique qui ne devrait pas être mésestimé.

3 LES THÈMES CARACTÉRISTIQUES DE L'ANNÉE

A

Les pertes sur investissement dans des fonds à formule indiciaires

Les pertes en capital constatées à l'échéance par les souscripteurs de fonds à formule indiciaires sont à l'origine de 336 réclamations et questions reçues en 2003. Elles constituent l'ensemble homogène le plus important reçu par le service de la Médiation.

Ces réclamations ont été traitées au cas par cas, conformément à la pratique du service et indépendamment de l'approche spécifique de la même réalité par d'autres directions ou services de l'Autorité. Les observations qui suivent constituent la synthèse de ces traitements individualisés.

L'homogénéité relevée tient non seulement à l'objet, mais aussi au contenu des dossiers. Par rapport à l'année dernière, la formulation des plaintes s'est standardisée, sans pour autant se couler dans tous les cas dans le moule d'une lettre-type. Il est possible que les articles de presse, comportant témoignages et réflexions, qui ont couvert la matière aient eu un effet mimétique sur le comportement des lecteurs et normalisateur sur la formulation de leurs plaintes, dès lors qu'ils pensaient se trouver dans une situation comparable.

La presse écrite et audiovisuelle a en effet largement relayé le sujet. Des associations de défense des usagers ont revendiqué des milliers des lettres. Des avocats spécialisés ont fait état publiquement de leur stratégie vis-à-vis des entités qui ont commercialisé ce type de produits. On peut parler d'une « affaire » distribution de fonds à formule, qui n'est d'ailleurs pas terminée, à la fois parce que des litiges nés ne sont pas réglés et parce que les prochaines échéances sont potentiellement génératrices de nouveaux litiges.

Des mesures prises par le régulateur et des initiatives lancées par la profession sont de nature à réduire les risques mis en évidence en 2002 et 2003.

À la suite d'une consultation de place menée par la COB en 2002³, la notice explicative des fonds à formule a été rendue à la fois plus claire et plus complète.

Celle-ci comporte désormais un tableau synthétique, rédigé en français courant, résumant clairement les avantages et les inconvénients du produit.

À la première lecture, en quelques secondes, le prospect saura, par exemple, si le produit proposé comporte ou non une garantie du capital investi à l'échéance. Les modifications que subiront

³ Rapport annuel COB 2002, page 159 et suivantes.

prochainement toutes les notices en application des normes communautaires, ne devraient pas remettre en cause cette amélioration, mais au contraire la généraliser par le biais du prospectus simplifié.

En outre, la clarification de ce document officiel devrait se traduire par la mise à disposition du public de documents publicitaires plus explicites, car les professionnels transforment habituellement la notice, souvent considérée jusqu'ici comme administrative et inassimilable par la plupart des consommateurs, en plaquette *a priori* plus agréable à parcourir, sans perte de l'information déterminante.

Enfin, l'Association française de la gestion a de son côté entrepris la rédaction d'une Charte de la commercialisation, dont le contenu aura vocation à s'articuler avec les dispositions relatives à la commercialisation des produits collectifs d'épargne dans le règlement général de l'Autorité.

Les plaignants sont de plus en plus nombreux à expliciter les circonstances dans lesquelles le fonds leur a été vendu et ce faisant, à distinguer nettement deux étapes dans la démarche de commercialisation dont ils ont été l'objet : tout d'abord la mise en avant par les conseillers vendeurs du caractère dépassé et inadéquat de leur comportement d'épargnant, puis la présentation d'un produit capable à la fois de les faire entrer dans la modernité financière (*« quand les indices montent, il ne faut pas en rester aux placements traditionnels »*) et de les rassurer (*« de toute façon, vous ne risquez rien »*).

Les récits concordent sur les points suivants :

- L'enquête sur leur situation financière a été sommaire.
- Ils ont accepté de désinvestir dans un produit d'épargne administrée, mais en déclarant explicitement soit qu'ils ne voulaient prendre aucun risque en capital, soit qu'ils ne voulaient pas *« entrer en bourse »*.
- Le produit leur a été présenté oralement tantôt comme comportant une garantie en capital, tantôt comme insusceptible d'entraîner une perte quelconque, car celle-ci ne pouvait résulter que d'une baisse des indices de référence jugée invraisemblable au moment de la souscription.
- La notice visée par la Commission des opérations de bourse ne leur a pas été remise.
- Les documents publicitaires ne parlaient que des avantages des produits. Lorsque les plaignants reconnaissent que les risques étaient mentionnés, ils affirment que la typographie et la localisation des informations étaient dissuasives et que de fait, ils n'ont pas lu les indications correspondantes.
- Lorsqu'ils ont réagi à la baisse de la valeur liquidative constatée sur leurs relevés périodiques avant l'échéance, ils ont été dissuadés de racheter à l'aide des arguments suivants : *« si vous sortez maintenant, cela vous coûtera cher »* ; *« la valeur liquidative de maintenant n'a rien à voir avec celle de l'échéance »* ; *« attendez encore, cela va remonter »*.
- Ils estiment le préjudice subi à la perte en capital. Quelques-uns y ajoutent la rémunération qu'ils

auraient perçue sur la période, s'ils étaient restés investis dans un produit d'épargne administrée.

Les réponses des professionnels aux interventions du médiateur diffèrent quant à leur approche et à leur degré de précision.

Tous n'acceptent pas de s'expliquer sur leur comportement au début de l'acte de commercialisation, bien que l'entrée en relations soit à l'évidence importante et soit réglementée par des textes de la Commission des opérations de bourse.

Parmi ceux qui répondent, beaucoup affirment avoir respecté leur obligation initiale d'information et de conseil, sans autre précision. D'autres font état de l'enquête initiale qu'ils ont faite sur la situation du client, consistant à déterminer la part du patrimoine financier déclaré par celui-ci qui était investie dans leur établissement et à ventiler cette part entre épargne administrée à taux fixe, PEA, le produit litigieux et, le cas échéant, les autres produits.

Ils déduisent alors de l'existence préalable d'un PEA ou d'un investissement en valeurs mobilières l'aptitude à comprendre la nature du fonds à formule ou à tout le moins l'invraisemblance qu'il y a à se proclamer *« ignorant des choses de la bourse »*.

Sur la remise de la notice, tous se réfèrent au contrat écrit, qui comporte invariablement un alinéa énonçant que le client reconnaît l'avoir reçue et en avoir pris connaissance. Cet alinéa est normalement situé au-dessus de la signature de l'investisseur. Sans aucune prétention à l'expertise graphologique, cette signature ressemble bien, dans les documents transmis au service, à celle du client. Les contestations sur ce point sont d'ailleurs rarissimes.

Quelques intermédiaires se réfèrent en outre au manuel des procédures internes à leur établissement, qui prévoit la remise de la notice, conformément aux normes du régulateur. Un tout petit nombre reconnaît ne pas être en mesure de prouver la remise effective de la notice dans tel ou tel cas particulier, tout en déclarant n'avoir aucune raison de penser que les instructions internes n'ont pas été respectées.

Enfin, sur les documents publicitaires, les professionnels font valoir, selon le cas, soit que l'information sur le risque encouru en cas de baisse de l'indice de référence s'y trouve explicitement, y compris pour le niveau de baisse effectivement atteint à l'échéance, soit que la possibilité d'une perte en capital y est énoncée, avec les données suffisantes pour déduire l'ampleur de la perte en pourcentage du capital dans tous les cas de figure, y compris dans les hypothèses de baisse non indiquées explicitement car jugées invraisemblables au moment de la commercialisation du fonds.

Sur ce point, après vérification des documents transmis, l'argument des professionnels s'est révélé exact. Il est d'ailleurs arrivé que les plaignants développent les arguments précités en joignant eux-mêmes à leur envoi copie d'une plaquette qui contredisait leurs dires.

La plupart des interventions du médiateur se sont soldées par des refus d'indemnisation. Exceptionnellement, un geste symbolique a été

consenti pour des raisons commerciales, en précisant que cela ne valait pas reconnaissance de faute. Cependant, dans un nombre de dossiers minoritaire mais non négligeable, les clients ont été remboursés de leur perte en capital. Dans ce cas, ni les documents relatifs aux vérifications effectuées par les services de la société, ni le détail des critères entraînant l'indemnisation n'ont été fournis au médiateur. Le rapprochement des termes de la réclamation et des indications générales fournies par les intermédiaires soit dans leurs déclarations publiques, soit dans leurs courriers, permet de déduire que l'existence d'un contrat écrit signé par le souscripteur n'a pas été jugé suffisamment protecteur pour l'établissement distributeur lorsque la personne n'était titulaire, avant de souscrire, ni d'un PEA, ni d'un compte-titres ordinaire, ni d'un mandat de gestion, et que le montant investi dans le produit litigieux était important au regard de son patrimoine financier connu. Implicitement, le caractère inadapté du produit vendu a alors été reconnu.

À partir de ce tableau d'ensemble, trois suggestions peuvent être formulées :

- tout d'abord, le début de la relation doit être sécurisé. Sur la manière dont le client est sollicité, dont le produit lui est présenté, sur les réactions, les craintes et les souhaits de l'investisseur, aucune preuve ne peut être fournie après coup. Les récits des deux parties s'opposent terme à terme, sans document écrit pour les étayer.

Aucune raison sérieuse ne s'oppose à première vue à ce que l'entretien qui précède la souscription fasse l'objet d'une fiche, paraphée par le client et le vendeur, comportant le résultat du bilan patrimonial, l'expression succincte des objectifs de l'acheteur, la présentation générale de l'offre et la reconnaissance par l'acheteur de la conformité du produit offert à ses objectifs.

Ainsi seraient évités, du côté du vendeur, les pièges d'un optimisme commercial pouvant dégénérer en information orale inexacte et, du côté de l'acheteur, les ambiguïtés, les réticences inexprimées, les désirs contradictoires simplifiés après coup et plus généralement toutes les incertitudes génératrices de frustrations, de réclamations et de procès. Quant au risque de manquer une vente, il serait neutralisé pour une même catégorie de produits si tous les acteurs pratiquaient systématiquement cette mise au net initiale.

- Ensuite, la notice et le prospectus simplifié qui lui succèdera bientôt doivent être réellement remis au client avant que celui-ci signe le contrat.
 - . Cette remise préalable est obligatoire.
 - . On ne voit pas quelle raison pratique ou budgétaire majeure la rendrait impossible.
 - . Les mêmes clients qui sont censés attester par leur signature qu'ils ont reçu la notice, affirment avec force qu'ils ne l'ont jamais vue. Cette situation trop fréquente pourrait déboucher, si elle devait persister, sur un renversement de la charge de la preuve dont l'histoire du droit fournit des exemples.

- Enfin, il est juste d'inviter les épargnants aussi à adopter, au moment de l'achat, un comportement pleinement responsable. Ils sont certes, face à un professionnel, la partie réputée la plus faible, ou du moins à protéger. Il en est tenu compte lorsque sont élaborées les règles, les chartes et les clauses-type des contrats d'adhésion. Mais il est de leur intérêt de contribuer par leur attitude à leur propre protection. Il n'est pas nécessaire d'être un juriste expérimenté pour savoir que les propos échangés sans confirmation écrite comptent moins, en cas de litige, que les documents signés et que lorsqu'on signe un contrat, on est réputé en avoir accepté les clauses, en particulier celles qui se trouvent non loin de la signature du client.

Sauf circonstances particulières, l'attitude qui consiste à faire de sa propre ignorance de la bourse l'argument majeur pour demander une compensation financière destinée en fait à jouer le rôle d'une assurance contre les pertes en capital, est inefficace actuellement et sera probablement de moins en moins crédible dans le futur. Il faut au contraire que le non spécialiste agisse, lors de son achat de produit d'épargne collective, comme pour tout autre achat important. Il est en droit de considérer comme tout à fait normal de commencer par demander les caractéristiques du produit ou du moins ses avantages et ses inconvénients et de se faire expliquer les termes techniques qu'il ne connaît pas. Puis de se faire remettre la documentation officielle en plus de la documentation publicitaire proposée, de lire ou du moins parcourir l'une et l'autre et d'obtenir les explications complémentaires nécessaires.

Il est paradoxal mais fréquent que les personnes les moins expertes prennent peu le temps de la réflexion. Certes, l'argument selon lequel « *il n'y en aura pas pour tout le monde* » a traversé victorieusement les siècles, mais il est rare que la décision de souscrire ne puisse pas attendre quelques jours ou un week-end, le temps pour la personne intéressée ou sollicitée de réfléchir ou de demander conseil à une tierce personne.

Enfin, il faut se résoudre à assumer sa décision lorsqu'elle a été prise de façon réfléchie. Si l'aversion au risque est trop forte, il est prudent de ne pas investir dans des produits non garantis. Si l'investissement est quand-même réalisé, il sera inutile d'invoquer à l'échéance le bénéfice d'une simili-assurance qui n'a jamais été souscrite.

B

Les « incohérences » du marché

Plus hétérogène, mais un peu plus importante au total, une autre grande masse de plaintes et d'interrogations a émergé en 2003. Sa réalité s'impose avec force si on la définit par le sentiment ou la conviction, très répandus chez les investisseurs individuels et quotidiennement exprimés dans leurs courriers, d'être immergés dans un milieu qui n'est pas à leur mesure,

qui les sollicite et les dépasse en même temps, et dans lequel ils constatent des phénomènes ou subissent des comportements qui provoquent leur inquiétude, leur désarroi ou leur colère.

Les réclamations de ce type portent sur les anomalies soupçonnées sur le marché, l'information relative à la situation des émetteurs en difficulté et la marge d'initiative laissée aux épargnants en cas d'opérations sur titres.

1

Les mises sous surveillance

Le plus souvent les lettres reçues prennent la forme de déclarations de soupçon qui ne sont étayées par aucune argumentation particulière. Elles trouvent leur origine dans une évolution de cours défavorable à l'investisseur, que ce soit par rapport au cours d'achat ou à un cours antérieur plus récent, en fonction de la fréquence avec laquelle il surveille son portefeuille ; dans une succession de variations de cours rapprochées et inattendues ou encore dans une augmentation importante des volumes échangés. Les périodes de forte volatilité moyenne sont évidemment propices à ce type d'interrogations, qui perdurent même en cas de baisse de la volatilité, en raison du décalage qui existe entre la survenance de celle-ci et la connaissance que peut en avoir la masse des investisseurs non professionnels.

L'attitude de ces derniers est non seulement compréhensible mais, tout bien considéré, positive. Ils partent de leur connaissance des mécanismes du marché, généralement faible. Lecteurs d'articles de presse plus que de manuels de procédures de l'entreprise de marché ou de recueils de règles de l'autorité de régulation, ils sont devenus très sensibles à la présentation de scandales boursiers à répétition et en déduisent que le marché est manipulable, y compris dans le cas particulier de l'instrument financier qui les intéresse. Avec plus ou moins de retenue selon leur tempérament propre, ils s'adressent alors tout naturellement au « gendarme de la Bourse ».

Même si leurs soupçons sont souvent infondés, en ce sens que l'analyse du marché de la valeur pendant la période qu'ils ont eux-mêmes déterminée ne permet pas de conclure à l'existence d'indices de délit de manipulation ou de manquement équivalent, leur vigilance est bienvenue et leur confiance dans le régulateur, bien placée.

On ne versera pas ici dans la facilité qui consisterait à laisser entendre que la transmission au régulateur de ces nombreuses interrogations ou requêtes est nécessaire à une bonne surveillance du marché. L'Autorité est évidemment dotée de moyens puissants grâce auxquels des milliers de données sont traitées en permanence. Cependant, aucune des demandes de cette nature émanant du public n'est négligée. Elles sont systématiquement portées à la connaissance des services chargés de la surveillance des marchés, et traitées. Il est donc tout à fait envisageable qu'un signalement émanant de particuliers aboutisse à la mise sous surveillance spécifique d'un titre ou vienne confirmer la pertinence d'une décision déjà prise, avec toutes les

conséquences procédurales qui peuvent en découler, en particulier l'ouverture d'une enquête ou le déclenchement d'un contrôle.

La contribution des épargnants actifs à une régulation efficace est donc certaine, et le flux de leurs courriers montre qu'ils en sont d'une certaine manière conscients. Ils doivent cependant savoir que la prise en considération de leurs observations ou de leurs inquiétudes n'équivaut pas à un « droit à l'enquête », encore moins à un « droit à la sanction » ou à un « droit à la réparation ». L'absence d'un droit à la sanction automatique devrait être évidente dans un état de droit, mais elle doit être rappelée, car la concentration médiatique sur certaines affaires et la répétition d'accusations de désinformation ou de manipulation troublent les esprits et font oublier la présomption d'innocence.

Il ne faut pas confondre enquête et surveillance générale des volumes et des cours. L'enquête n'est pas un outil de pilotage quotidien du marché. Son lancement est un acte important, réservé au Secrétaire général de l'Autorité, qui implique l'existence d'indices graves et concordants de violation des règles.

Le lancement des enquêtes et des contrôles et les diligences qui s'ensuivent, tout comme la mise des titres sous surveillance, s'effectuent dans la discrétion. Normalement les services de l'Autorité ne communiquent pas à leur sujet.

Enfin, la réparation des victimes d'un délit ou d'un manquement boursier n'a pas été confiée par le législateur à l'Autorité de régulation. En cas de délit, c'est l'autorité judiciaire, saisie par les parties civiles, qui se prononce seule. En cas de manquement, le régulateur prononce à l'encontre de son auteur, dans le cadre de sa fonction de police du marché, une sanction dont la nature et le montant maximum sont prévus par la loi, mais aucun texte n'habilite l'Autorité à fixer le montant des réparations civiles éventuelles et à ordonner leur versement aux victimes.

Celles-ci doivent donc s'adresser au juge pour faire valoir leurs droits, à moins qu'elles ne souhaitent engager d'abord une démarche amiable. Elles peuvent alors recourir au médiateur de l'Autorité, qui intervient pour autant qu'aucune enquête et aucune procédure juridictionnelle ne sont en cours.

2

Faire tomber la présomption de manipulation

Lorsque l'investisseur n'explique pas les raisons de son appréhension ou de sa méfiance, sa requête ne peut qu'être traitée comme il vient d'être dit. S'il expose sa propre vision du fonctionnement du marché, un dialogue peut s'instaurer afin d'expliquer, nuancer ou corriger au besoin cette perception spontanée. Heureusement les exemples de cette contribution du service à la formation ponctuelle des particuliers sont nombreux. En voici quelques-uns :

- De mauvais résultats et une communication financière réduite au minimum suffisent à expliquer une baisse de cours, sans présumer une manœuvre particulière des actionnaires majoritaires.

- L'orientation d'un secteur économique peut éclairer utilement les variations observées sur un titre particulier : une baisse d'un titre technologique du même ordre que celle des indices IT CAC et IT CAC 50 ne requiert pas, sauf production de faits ou d'indices particuliers, de recherches complémentaires pour être correctement expliquée. Il en va de même pour une baisse qui n'est que la correction postérieure à un engouement, c'est-à-dire un retour à la normale en termes de volume et de prix.

- Parfois les investisseurs individuels ont du mal à se départir de la représentation spontanée d'un marché «normal» composé d'un nombre indéfini d'acteurs «atomes» équivalents dont le comportement doit rester, pour chacun des autres pris en particulier, imprévisible et aléatoire. Tous les mouvements qui font apparaître du mécanique, des répétitions ou des régularités, seront alors perçus comme l'expression d'une volonté manipulatrice.

Sont ainsi mal compris : les interventions programmées automatiquement par certains opérateurs, par exemple des ventes successives séparées par une durée courte mais constante ; les décalages de fourchette des apporteurs de liquidité, perçus comme l'aubaine dont profite un opérateur important après une vente portant sur une petite quantité de titres ; ou bien l'existence même de la fourchette, perçue comme un barrage destiné à empêcher les opérateurs modestes de trouver le vrai prix du titre par positionnement successifs.

- Les détenteurs de bons d'option, *a priori* plus avertis, ne saisissent pas toujours la justification des positions prises par le teneur de marché, comme le montrent les situations suivantes :

. Après une interruption de cotation due à une panne informatique, il n'y a pas de droit au maintien de la fourchette antérieure, car les paramètres en fonction desquels celle-ci est déterminée évoluent constamment.

. Une divergence durable entre la variation du bon d'option et celle de l'indice sous-jacent n'est pas suspecte si le bon est très en-dehors de la monnaie et qu'en outre la plus petite variation possible du cours, c'est-à-dire le pas de cotation, représente une fraction importante de sa valeur du moment.

. Un ordre de vente à seuil de déclenchement à 0,75 euro a pu être valablement exécuté à 0,61 euro alors que la dernière fourchette affichée était de 0,71 – 0,73 en raison de l'enchaînement suivant : la quantité de bons que le teneur de marché devait apporter n'était pas suffisante pour servir le client en totalité. Or, l'ordre à seuil de déclenchement est devenu, après activation, un ordre à tout prix (catégorie pas encore supprimée à l'époque), donc non fractionnable.

Une réservation à la baisse a eu lieu, pendant laquelle un acheteur est venu se placer sur le seuil bas de sécurité, qui était de 0,61 euro, permettant la réouverture automatique des négociations et la vente de la totalité des bons à ce prix décalé.

. Lorsqu'un bon d'option est très proche de sa maturité et qu'il est très en dehors de la monnaie, le teneur

de marché peut se trouver délié de son obligation contractuelle de se porter acquéreur et de faire coter le titre. L'investisseur qui a trop attendu et qui n'a pas connaissance des contrats passés entre l'apporteur de liquidité et l'entreprise de marché a alors le sentiment d'être traité de façon inéquitable puisqu'il ne peut pas déterminer le moment avant lequel il lui faudrait vendre.

Les professionnels consultés à cette occasion ont considéré que l'extériorisation des fourchettes maximales pour mettre fin à ce type d'incertitude ne serait pas, à elle seule, une solution satisfaisante, car elle donnerait une fausse sécurité aux investisseurs, alors que la connaissance de cette donnée ne suffirait pas à leur assurer la maîtrise de la totalité des paramètres qui permettent la formation des cours.

Cette observation réaliste revient à admettre que le non professionnel le mieux armé ne cerne pas avec précision, sur ce marché difficile mais recherché par les investisseurs les plus actifs, l'ampleur du risque qu'il assume. Il n'est donc pas étonnant qu'il partage de temps à autre avec les débutants un sentiment d'inadaptation et de frustration, accru par sa conviction d'avoir mis tous les atouts de son côté. De fait, malgré la qualité indéniable des outils pédagogiques élaborés par les émetteurs de bons d'option et la mise à disposition des investisseurs d'outils d'aide à la valorisation théorique des titres, le marché de ces instruments financiers requiert toujours, pour que l'épargnant s'y sente à l'aise, la mise en œuvre simultanée de qualités contrastées : capacité d'anticipation et minutie du suivi, acceptation d'une part de risque irréductible et prudence toute particulière à l'approche de la maturité du produit.

3 Les interruptions de cotation longues ou définitives

Même lorsqu'ils ne sont pas familiers des règles de négociation de l'entreprise de marché, les investisseurs non-professionnels admettent volontiers le bien-fondé des normes destinées à canaliser la volatilité d'un titre en cours de journée. Ils attendent néanmoins de leur intermédiaire financier des explications appropriées lorsque l'ordre qu'ils ont passé n'a pas pu être exécuté au moment voulu pour cette raison. Face à une réponse du prestataire trop générale ou allusive, ils leur reste la possibilité de saisir l'entreprise de marché ou le régulateur, qui donneront une information exacte, mais jugée bien tardive par l'investisseur déçu.

Les suspensions décidées à l'occasion des offres publiques donnent lieu à très peu de questions, probablement grâce à l'information obligatoire qui les précède et les accompagne et à la bonne transmission de cette information, bien relayée par la presse financière.

En revanche, les situations dans lesquelles l'impossibilité de traiter les titres se double d'un manque d'information provoquent le désarroi et la colère des épargnants qui, pour reprendre l'expression qu'ils utilisent la plus souvent, se sentent floués. La suspension « *dans l'attente d'un communiqué de la société* » en est une première illustration, mais

pas la plus grave, car si une telle situation est souvent perçue comme révélatrice de difficultés jusque-là cachées au public, elle a au moins l'avantage d'être de courte durée. La révélation tardive d'une procédure de redressement ou de liquidation judiciaire est évidemment d'une autre portée.

Ceux qui ont acheté des titres pendant la période qui apparaît *a posteriori* comme déjà critiquée estiment que leur choix a été faussé par le comportement trompeur des dirigeants de la société ou des mandataires qui leur ont été substitués. La plupart de ceux qui n'ont pas vendu leurs titres – pas tous, nous y reviendrons – tiennent le même raisonnement.

Le régulateur n'a pas attendu que son médiateur reçoive des plaintes pour améliorer l'information du marché dans ce type de situations particulièrement délicates car la survenance de difficultés financières sérieuses incite à la rétention d'information, alors que non seulement le devoir de transparence demeure, mais qu'il se justifie plus que jamais si l'on veut que la liberté d'action des investisseurs soit préservée.

Deux séries de mesures ont été prises à l'initiative ou avec l'accord du régulateur. D'une part, après concertation avec la COB, le Conseil national des administrateurs judiciaires et des mandataires judiciaires à la liquidation des entreprises, a diffusé le 1^{er} février 2000 une circulaire, afin de rappeler que les procédures de redressement et de liquidation ne sont pas, au sens de la loi du 25 janvier 1985, confidentielles ; qu'il n'y a donc pas de conflit à cet égard entre le droit boursier et le droit des procédures collectives et que, dès que l'ouverture et le déroulement de ces procédures sont susceptibles d'avoir une influence significative sur les cours, ce qui est le cas général, ces faits doivent être portés à la connaissance du public.

D'autre part, 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. Retard n'est pas synonyme de difficultés d'exploitation ou de financement, mais ce rappel au règlement, qui est complété en cas de besoin par des procédures judiciaires contraignantes⁴, permet aux épargnants de ne pas découvrir trop tard une dégradation irrémédiable de la situation financière de la société dont ils sont actionnaires ou créanciers.

Il convient de signaler qu'une partie des actionnaires minoritaires qui regrettent d'avoir été mis devant le fait accompli et d'avoir perdu leur investissement en cas de mise en liquidation ne se sentent pas trahis en tant que simples apporteurs de capitaux, mais en tant qu'associés au sens plein du terme. Ils déclarent que s'ils avaient été informés en temps utile des difficultés de la société, ils n'auraient pas cherché à vendre mais à participer à une augmentation de capital salvatrice.

Ces réactions ne sont pas les plus nombreuses, mais elle témoignent d'une persistance de l'*affectio societatis* chez les investisseurs particuliers, contrairement à quelques idées reçues. Sans exagérer la portée de ces manifestations d'attachement à l'entreprise, il n'est pas interdit de penser que, dans le cas de sociétés ou de groupes bien implantés

localement, la transparence en période de difficulté peut être payante en suscitant, par effet de levier associatif, une réponse favorable à une demande de recapitalisation.

L'intervention du médiateur dans ces dossiers ne renverse évidemment pas le cours des choses. Les mandataires sollicités répondent en énonçant les démarches accomplies par eux et en soulignant le retard avec lequel les informations pertinentes ont été portées à leur connaissance par les dirigeants sociaux. Leur connaissance du terrain les conduit parfois à faire remarquer que, si l'information réglementaire a pu être défailante, il est rare qu'une difficulté persistante ait échappé à la presse régionale, rendant quelque peu suspect l'étonnement scandalisé des épargnants locaux.

En phase de liquidation de la société, le rôle du service consiste à renseigner et conseiller des investisseurs très souvent désemparés, qui ne savent pas qu'en l'absence d'opération sur titres et de mandat de gestion, le suivi de la situation de l'émetteur leur incombe et qui ignorent la différence entre la radiation des titres au sens boursier et la radiation de la société du registre du commerce après la fin des opérations de liquidation, qui peuvent durer plusieurs années.

Dans l'attente de l'autorisation de supprimer les titres des sociétés liquidées, donnée par le dépositaire central, certains teneurs de compte regroupent les lignes de leur clients en un compte unique qui ne supporte pas de droits de garde. Prenant appui sur l'existence de cette pratique, où la bonne administration et l'équité se rejoignent, le médiateur encourage les plaignants à négocier avec leur intermédiaire la réduction ou l'annulation des droits de garde afférents aux titres devenus sans valeur.

4

Les opérations sur titres

Dans le domaine des opérations sur titres (OST), les obligations des professionnels sont bien définies. Elles résultent des dispositions de l'article 6-3-4 du règlement général du Conseil des marchés financiers, selon lesquelles « *le teneur de compte-conservateur est tenu d'informer dans les meilleurs délais chaque titulaire de compte d'instruments financiers* :

[...] - des opérations sur instruments financiers nécessitant une réponse du titulaire [...]. »

De son côté, l'entreprise de marché donne, dans son manuel de négociation sur les marchés de titres d'Euronext (instruction Euronext n° 4-01, point 2.10) une liste des types d'OST, qui comporte la rubrique « fusion/acquisition/offres ».

Les reproches des épargnants portent rarement sur la méconnaissance pure et simple, par les professionnels, de leur devoir d'information. Quelques imprécisions ont cependant été relevées dans le libellé des instructions proposées au choix du client. Ainsi la formule : « *Je ne souhaite pas participer à l'opération* » a-t-elle été jugée ambiguë à juste titre, car pouvant entraîner soit la vente, soit le non-exercice

⁴ Voir *supra*, Chapitre III - Les opérations et l'information financières, page 62.

et l'annulation subséquente de droits ou de bons, sans manifestation de la volonté du client.

Des interprétations inexactes de notes d'opération, provoquées par le désir de stabiliser au plus vite la situation des clients, se sont traduites par des formulations de coupons-réponse trop restrictives. Lors de l'augmentation de capital de France Telecom, un actionnaire a été mis dans l'impossibilité de différer la cession des bons non exercés et de bénéficier ainsi de leur rachat automatique par l'émetteur à un prix plus intéressant. L'intermédiaire a reconnu le dysfonctionnement et le client a été indemnisé.

De façon générale il faut saluer l'effort de synthèse et de clarification des intermédiaires (entreprise de marché et teneurs de comptes) qui réussissent à condenser en deux pages, à l'usage de leurs clients, des informations officielles qui, par souci d'exhaustivité et de sécurité juridique, deviennent longues et assez souvent difficiles à assimiler par des profanes.

En revanche ce qui déroute ou irrite les particuliers, c'est qu'on exige d'eux une prise de décision très rapide, soit parce que le calendrier de l'opération est trop resserré à leur goût, soit parce que le temps dont ils pourraient disposer en théorie est abrégé par des délais d'acheminement postal trop longs.

- Ainsi Essilor International a émis en juin 2003 des obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes. Les investisseurs particuliers ont bénéficié de deux périodes successives de trois jours pour souscrire : les porteurs d'abord, puis l'ensemble du public. Le marché en a été préalablement informé.

Le médiateur n'a pas pu donner raison à un épargnant non détenteur d'actions ESSILOR, intéressé par les obligations émises et prétendant souscrire après la date de clôture en invoquant la notion de délai raisonnable à l'usage des non professionnels. En période de forte volatilité, ou de crainte de volatilité excessive, il est compréhensible que les émetteurs cherchent à réduire leur durée d'exposition. Si en outre la participation du public, bien que recherchée, n'est pas déterminante pour la réussite de l'opération, ils seront d'autant moins enclins à en allonger imprudemment la durée.

Dès lors que la durée minimale, recommandée par le régulateur sur la base des travaux d'un groupe de réflexion de place⁵ est respectée - ce qui était le cas en l'espèce, les reproches adressés à l'émetteur ne sont pas fondés. Il appartient aux investisseurs de suivre régulièrement, dans la presse financière ou sur le site de l'émetteur, du régulateur ou de l'entreprise de marché, l'actualité boursière des valeurs ou des secteurs d'activité économique qui les intéressent.

- Lorsque les épargnants sont bien avertis par leur prestataire, mais que l'avis leur parvient trop tard pour agir ou simplement trop tard à leur goût après le début de l'opération, la faute ou la négligence qu'ils invoquent ne peut généralement pas être retenue, pour deux raisons.

D'une part, les intermédiaires mis en cause ne se sentent pas responsables des délais d'acheminement postal de l'avis. En outre, il peut leur être techniquement impossible de compenser ce délai, même purement estimatif, par un envoi anticipé de l'avis, notamment dans les cas où des bons ou droits sont attribués sur la base des titres détenus la veille du début de l'opération. Dans ce cas, le souci légitime de traiter leurs clients avec la plus grande équité entraîne pour ceux-ci une capacité de réaction réduite.

D'autre part, les professionnels refusent d'assumer la responsabilité d'une baisse du cours du bon ou du droit pendant la durée de l'opération, qui se traduit par un manque à gagner pour l'investisseur disposé à les céder dès le départ mais empêché de le faire par le retard précité.

La solution ne relève ni du droit boursier, ni des procédures alternatives de règlement des conflits, mais d'une meilleure adéquation des moyens de transmission de l'information aux exigences de réactivité des marchés financiers. Dans l'immédiat il faut tenir aux investisseurs particuliers, qui réagissent d'autant plus vivement qu'ils se sentent impuissants, un langage de vérité. Ils ne peuvent pas revendiquer le bénéfice de la réactivité boursière sans s'équiper eux-mêmes en conséquence. Dans leur propre intérêt, ils doivent apprécier la rentabilité de l'investissement matériel à réaliser en fonction du profil boursier qu'ils veulent adopter. Les passes d'armes avec leur prestataire sur ce sujet sont le plus souvent inutiles et retardent le moment où ils devront arrêter leur propre choix.

4 CONCLUSION

En 2003, malgré l'amélioration de la situation boursière, les investisseurs non professionnels ont été nombreux à manifester leur inquiétude, leur déception, parfois leur colère, mais aussi leur intérêt et leur vigilance, même teintée de méfiance. Il convient d'en prendre acte et d'en tirer les conséquences.

Il est certes normal de souhaiter une reprise boursière ferme et d'espérer qu'elle permettra à ceux qui se considèrent comme des perdants de compenser les moins-values qu'ils ont dû constater, mais l'expérience qu'ils ont continué à vivre en 2003 requiert une attitude volontariste de la part des intermédiaires, des émetteurs, des épargnants eux-mêmes et du régulateur. C'est conjointement que les acteurs du marché doivent faire en sorte que ceux qui, par eux-mêmes, sont *a priori* les moins aptes à tirer parti des techniques boursières se sentent partie prenante de l'activité financière.

⁵ Bulletin mensuel COB n° 368 de Mai 2002, page 101.

Les professionnels doivent les informer sans biaiser, surtout dans les moments cruciaux : en début de relation, dans le cas des intermédiaires ; en cas de difficulté d'exploitation ou de financement, s'agissant des émetteurs. Quant aux particuliers, ils doivent accepter tout d'abord de se former et de s'informer. Ils adopteront ensuite, y compris dans les circonstances difficiles, un comportement de souscripteur, de donneur d'ordres ou d'actionnaire conscient et responsable, à la mesure du profil d'investisseur qu'ils se seront choisi.

Le régulateur a pour vocation d'aider les uns et les autres à atteindre cet objectif : ses missions traditionnelles, bien connues, tendent toutes, directement ou indirectement, à la protection des épargnants. Celle-ci sera encore accrue avec l'amélioration de l'information portant sur les OPCVM, l'encadrement du démarchage, la structuration du conseil en investissement financier, la perception plus claire du travail des organes dirigeants des sociétés et le rassemblement en un corps de règles unique, et par conséquent plus accessible, des obligations qui pèsent sur les acteurs et des normes applicables aux produits.

Ces chantiers ont tous démarré. Les épargnants pourront, s'ils le souhaitent, prendre une part active à leur avancement, car des personnalités qui connaissent leur sensibilité et partagent leurs préoccupations siègent désormais à la Commission consultative⁶ des épargnants et actionnaires minoritaires, dont la création a été voulue par le Collège de l'Autorité.

⁶
Voir Annexe VI
"l'AMF et le public" -
les Commissions
consultatives, p. 296.

En dépit de plusieurs relectures minutieuses et attentives, les annexes du rapport annuel peuvent encore comporter des erreurs dans les chiffres, les pourcentages, les dates ou les noms cités. Dans le cas d'éventuelles discordances avec les décisions prises par la Commission, seules ces décisions font foi.

ANN

1

LES MARCHÉS
FINANCIERS EN 2003
> p. 189

2

LA COOPÉRATION
INTERNATIONALE
> p. 225

3

L'INFORMATION
DES INVESTISSEURS
> p. 233

4

LA GESTION
DE L'ÉPARGNE
> p. 250

EXES

5

ENQUÊTES
ET SANCTIONS
> p. 289

6

L'AMF ET LE PUBLIC
> p. 295

7

EXÉCUTION
DES BUDGETS 2003
> p. 301

8

LES SYSTÈMES
D'INFORMATION
DE L'AMF
> p. 305

1

ANNEXE 1 LES MARCHÉS FINANCIERS EN 2003

- p. 190 **A**
Les titres de capital
- p. 212 **B**
Les titres de créance
- p. 223 **C**
Les marchés dérivés

A Les titres de capital

1 Le marché français

1.1 L'évolution de la cote

TABLEAU I : Nombre de sociétés inscrites à la cote

	2003	VARIATION	2002	VARIATION	2001	VARIATION
INSCRIPTION DE SOCIÉTÉS À LA COTE						
PREMIER MARCHÉ	368	-27	395	-30	425	-28
Sociétés françaises	261	-15	276	-22	298	-13
Sociétés étrangères	107	-12	119	-8	127	-15
Zone euro	47	-8	55	-1	56	-3
Hors zone euro	60	-4	64	-7	71	-12
SECOND MARCHÉ	312	-13	325	-22	347	-7
Sociétés françaises	305	-13	318	-22	340	-7
Sociétés étrangères	7	0	7	0	7	0
Zone euro	3	0	3	0	3	0
Hors zone euro	4	0	4	0	4	0
NOUVEAU MARCHÉ	137	-16	153	-11	164	6
Sociétés françaises	131	-15	146	-10	156	3
Sociétés étrangères	6	-1	7	-1	8	3
Zone euro	2	0	2	-1	3	2
Hors zone euro	4	-1	5	0	5	1
SEGMENT NEXT TRACK	39	6	33	11	22	22
Sociétés françaises	31	4	27	9	18	18
Sociétés étrangères	8	2	6	2	4	4
TOTAL DES MARCHÉS						
RÉGLEMENTÉS	856	-50	906	-52	958	-7
MARCHÉ LIBRE	254	-4	258	19	239	21
Sociétés françaises	240	-6	246	15	231	20
Sociétés étrangères	14	2	12	4	8	1
Zone euro	7	2	5	3	2	0
Hors zone euro	7	0	7	1	6	1

Note :
le nombre de sociétés
inscrites à la cote sur
un marché au cours
de l'année N est égal
au nombre de sociétés
inscrites en N-1, augmenté
des introductions
et transferts nets sur
ce marché et diminué
des radiations enregistrées
au cours de l'année N.

Source AMF-Euronext Paris

TABLEAU II : Admissions, radiations, transferts et substitutions de sociétés à la cote

	2003	VARIATION	2002	VARIATION	2001	VARIATION
ADMISSIONS DE SOCIÉTÉS À LA COTE						
PREMIER MARCHÉ	3	1	2	-9	11	-5
Sociétés françaises	0	0	1	-8	9	-1
Sociétés étrangères	3	2	1	-1	2	-4
Zone euro	1	0	1	-1	2	-1
Hors zone euro	2	2	0	0	0	0
SECOND MARCHÉ	0	0	7	-2	9	-7
Sociétés françaises	0	0	7	-2	9	-5
Sociétés étrangères	0	0	0	0	0	0
NOUVEAU MARCHÉ	0	0	2	-7	9	-40
Sociétés françaises	0	0	2	-4	6	-43
Sociétés étrangères	0	0	0	0	3	3
Zone euro	0	0	0	0	2	2
Hors zone euro	0	0	0	0	1	1
SEGMENT NEXT TRACK	6	-5	11	-11	22	22
Sociétés françaises	4	-5	9	-9	18	18
Sociétés étrangères	2	0	2	-2	4	4
Zone euro	2	0	2	-2	4	4
Hors zone euro	0	0	0	0	0	0
TOTAL DES MARCHÉS						
RÉGLEMENTÉS	9	-13	22	-29	51	-30
MARCHÉ LIBRE	14	-9	23	-13	36	-19
Sociétés françaises	12	-7	19	-16	35	-20
Sociétés étrangères	2	-2	4	3	1	1
Zone euro	2	-1	3	3	0	0
Hors zone euro	0	0	1	0	1	1

Source AMF-Euronext Paris

	2003	VARIATION	2002	VARIATION	2001	VARIATION
RADIATIONS DE SOCIÉTÉS DE LA COTE						
PREMIER MARCHÉ	31	-1	32	-9	41	-6
Sociétés françaises	16	-7	23	-1	24	-4
Sociétés étrangères	15	6	9	-8	17	-2
Zone euro	9	7	2	-3	5	0
Hors zone euro	6	-1	7	-5	12	-2
SECOND MARCHÉ	18	-13	31	12	19	-16
Sociétés françaises	18	-13	31	12	19	-16
Sociétés étrangères	0	0	0	0	0	0
SEGMENT NEXT TRACK	0	0	0	0	0	0
Sociétés françaises	0	0	0	0	0	0
Sociétés étrangères	0	0	0	0	0	0
Zone euro	0	0	0	0	0	0
Hors zone euro	0	0	0	0	0	0
NOUVEAU MARCHÉ	14	1	13	9	4	-1
Sociétés françaises	13	1	12	8	4	-1
Sociétés étrangères	1	0	1	1	0	0
Zone euro	0	0	1	1	0	0
Hors zone euro	1	1	0	0	0	0
TOTAL DES MARCHÉS RÉGLEMENTÉS	63	-13	76	12	64	-23
MARCHÉ LIBRE	14	12	2	-7	9	3
Sociétés françaises	14	12	2	-7	9	3
Sociétés étrangères	0	0	0	0	0	0
Zone euro	0	0	0	0	0	0
Hors zone euro	0	0	0	0	0	0
TRANSFERTS ET SUBSTITUTIONS DE SOCIÉTÉS DE LA COTE						
Du Premier marché au Second marché	0	0	0	0	0	-1
Du Second marché au Premier marché	0	0	0	-2	2	1
Du Nouveau marché au Premier marché	1	1	0	0	0	0
Du Nouveau marché au Second marché	1	1	0	0	0	0
Du Marché libre au Second marché	4	2	2	-3	5	4
Du Marché libre au Nouveau marché	0	0	0	-1	1	-2
TOTAL TRANSFERTS	6	4	2	-6	8	2

Source AMF-Euronext Paris

TABLEAU III : Liste des introductions (y compris sur le segment Next Track) en 2003

DATE	SOCIÉTÉS	MARCHÉ	PRIX OFFRE	COURS COTÉ J+5	PROCÉDURE
LISTE DES INTRODUCTIONS					
31 janv.	Technoflex	ML	25	28	OPM
05 mars	Dolphin Integration	ML	5,1	5,09	OPM
18 mars	Etablissements Guy Joubert	ML	880	-	CD
1 ^{er} juil.	Parfex	ML	6	6,89	OPM
7 juil.	KESA Electricals	PM	2,73	2,9	CD
25 juil.	Roysol	ML	12	11,99	OPM
29 juil.	Homsys Group	ML	4,36	4,35	OPM
06 août	Admea	ML	5,5	6	PG/OPF
13 août	Technofirst	ML	8,7	9,5	OPM
12 sept.	TMS	ML	6,49	6,49	OPM
26 sept.	Europe Environnement	ML	6	6,5	OPM
10 déc.	Wereldhave nv	PM	64,95	60,2	CD
11 déc.	Visio Nerf	ML	12	12,84	PG/OPF
12 déc.	Leon Gas	ML	6,85	6,85	OPM
15 déc.	Alcan inc	PM	35,77	38,83	CD
17 déc.	EMS Telecom	ML	6,7	7,1	PG/OPF
24 déc.	Corep Lighting	ML	11	14	OPF
DATE	SOCIÉTÉS		PRIX OFFRE	COURS COTÉ J+5	TITRE ADMIS
SEGMENT NEXT TRACK					
29 jan.	Fresco Euro Stoxx 50		22382,45	21701,3	Actions de Sicav
23 juin	Trackindex DJ Stoxx Sustainability		74,05	75,1	Actions de Sicav
7 juil.	Dow Jones Global Titans 50 Master unit		19,62	19,62	Parts de FCP
25 sept.	FTSEurofirst 80 Master unit		30,93	30,46	Parts de FCP
15 déc.	Easyetf Euro Automobile		179,44	-	Parts de FCP
15 déc.	Easyetf euro construction		201,85	-	Parts de FCP

Source AMF-Euronext Paris

Note : Les cours sont exprimés en euros et correspondent aux cours de clôture

OPF : Offre à prix ferme - PG : Placement garanti - OPM : Offre à prix minimal - OPO : Offre à prix ouvert - CD : Cotation directe

PM : Premier marché - SM : Second marché - NM : Nouveau Marché - ML : Marché libre

NOMBRE DE TITRES DIFFUSÉS AU PUBLIC

Au cours de 25 €, 9 972 actions ont été servies

Au cours de 5,10 €, 4 045 actions ont été servies

Au cours de 6 €, 70 664 actions ont été servies

Au cours de 12 €, 9 708 actions ont été servies

Au cours de 4,36 €, 10 638 actions ont été servies

Répartition de 25 000 actions dans le cadre de l'OPF et de 225 000 actions y compris une cession supplémentaire d'actions dans le cadre du placement

Au cours de 8,7 €, 5 440 actions ont été servies

Au cours de 6,49 €, 75 078 actions ont été servies

Au cours de 6 €, 35 411 actions ont été servies

Répartition de 26 250 actions dans le cadre de l'OPF (30 % de l'offre) et de 61 250 actions dans le cadre du placement

Au cours de 6,85 €, 210 actions ont été servies

Répartition de 40 230 actions dans le cadre de l'OPF (30 % de l'offre) et de 113 985 actions y compris une cession supplémentaire d'actions dans le cadre du placement

Au cours de 11 €, 12 278 actions ont été servies

INDICE DE RÉFÉRENCE

NOMBRE DE TITRES DIFFUSÉS AU PUBLIC

Dow Jones Euro Stoxx 50 Maximum : 50 trillions d'actions

Dow Jones Stoxx Sustainability Maximum : 1 000 milliards d'actions

Dow Jones Global Titans 50 Maximum : 150 millions de parts de FCP

FTSEurofirst 80 Maximum : 150 millions de parts de FCP

Dow Jones Euro Stoxx Automobile Maximum : 20 millions de parts de FCP

Dow Jones Euro Stoxx Construction Maximum : 20 millions de parts de FCP

TABLEAU IV : Liste des transferts en 2003

DATE	SOCIÉTÉS	MARCHÉ D'ORIGINE	MARCHÉ D'INTRODUCTION
LISTE DES TRANSFERTS			
13 fév.	ABC Arbitrage	ML	SM
16 avr.	Ipsos	NM	PM
16 juin	Vet'Affaires	ML	SM
3 juil.	Medidep	NM	SM
21 nov.	Afone	ML	SM
17 déc.	Avenir Finance	ML	SM

Tableau V : Liste des radiations en 2003

DATE	SOCIÉTÉS	PAYS	MARCHÉ	MOTIF	NOMINAL EN EUROS	NBRE DE TITRES RADIÉS
LISTE DES RADIATIONS						
13 jan.	Grevin et cie	France	SM	OPRO	3,51	503 264
13 jan.	Seita	France	PM	OPRO	7,6	47 702 018
17 jan.	Rodamco North America NV	Pays-bas	PM	Initiative société	8	43 931 318
21 jan.	Integra	France	NM	Liquidation	-	-
06 fev.	Corneal Laboratoires	France	SM	OPRO	SVN	1 310 555
18 fev.	Ericsson B	Suede	PM	Initiative société	1SEK	14 909 361 839
24 fev.	Croq'O'Pain	France	ML	Liquidation judiciaire	0,76	600 000
24 fev.	Stephane Kelian	France	SM	Dissolution	3,05	712 070
28 fev.	Capital Events	France	ML	Liquidation	-	-
14 mars	Metal Forme Technologie	France	ML	Fusion	-	-
19 mars	Videlec	France	SM	OPRO	2,53	1 000 000
20 mars	Adidas Salomon AG	Allemagne	PM	Initiative société	SVN	46 628 250
26 mars	Difintel	France	ML	Liquidation judiciaire	0,2	1 579 200
27 mars	MR & Associes	France	PM	OPRO	20	128 950
02 avril	Maxi livres	France	SM	OPRO	1	2 035 200
04 avril	Genuity inc	Etats-Unis	NM	Liquidation	-	-
07 avril	Akzo nobel NV	Pays-Bas	PM	Procédure ordonnée de retrait	2	183 843 888
09 avril	Cereol	France	PM	OPRO	1	25 668 609
15 avril	Olympus Optical CO LTD	Japon	PM	Procédure ordonnée de retrait	50 JPY	264 186 266
25 avril	Cryo interactive Entertainment	France	NM	Liquidation	-	-
25 avril	Cryonetworks	France	NM	Liquidation	-	-
25 avril	Imperial Chemical	GB	PM	Procédure ordonnée de retrait	1GBP	1 191 189 302
30 avril	Developpement Durable (C2D)	France	ML	Liquidation judiciaire	1,5	1 300 000
09 mai	Louis Dreyfus	France	SM	OPRO	SVN	10 634 600
15 mai	Artis Finance	France	SM	Liquidation judiciaire	2	1 123 257
15 mai	Monoprix	France	PM	OPRO	50FF	9 686 376
16 mai	Sidel	France	PM	OPRO	2,4	33 317 721
20 mai	D Interactive	France	NM	Cession d'actifs	-	-
22 mai	AB Groupe	France	SM	OPRO	1,55	19 511 522
22 mai	Castorama Dubois Investissement	France	PM	OPRO	1	159 643 797
28 mai	Societe AP	France	ML	Fusion-absorption	10FF	1 045 800
11 juin	Consors France	France	NM	OPRO	-	-
16 juin	Genset	France	NM	OPRO	-	-
16 juin	Seal's	France	ML	Liquidation	-	-
25 juin	Picogiga	France	NM	Cession d'actifs	-	-
04 juil.	Pommier SCEBP	France	ML	Initiative société	10FF	400 000
14 juil.	Coflexip	France	PM	Fusion	1,6	18 894 678
16 juil.	Echo Bay Mines ltd	Canada	PM	Fusion	SVN	102 561 954

Source AMF-Euronext Paris

DATE	SOCIÉTÉS	PAYS	MARCHÉ	MOTIF	NOMINAL EN EUROS	NBRE DE TITRES RADIÉS
LISTE DES RADIATIONS						
22 juil.	INTI	France	ML	Liquidation	0,1	6 842 576
30 juil.	Walter	France	SM	Cession d'actifs	10FF	1 049 432
01 août	C [®] Financière Saint-Honoré	France	SM	OPRO	26	3 055 492
01 août	Generali France Assurances	France	PM	OPRO	25	1 608 372
04 août	Crédit Lyonnais	France	PM	OPRO	SVN	348 872 764
11 août	Beghin Say	France	PM	OPRO	1	25 668 609
12 août	Mossley Badin	France	PM	OPRO	100FF	834 108
14 août	Berthet Bondet	France	SM	Liquidation judiciaire	SVN	646 896
21 août	Groupe Pantin	France	PM	OPRO	SVN	275 000
21 août	Sté Française de Meunerie	France	PM	OPRO	SVN	512 870
27 août	Ubiquis	France	NM	OPRO	-	-
29 août	Sega Corporation	Japon	PM	Procédure ordonnée de retrait	50 JPY	99 073 703
01 sept.	Electrolux	Suède	PM	Procédure ordonnée de retrait	5 SEK	356 169 580
03 sept.	Services et Transports	France	SM	OPRO	4	775 947
16 sept.	Grands Vins Boisset	France	SM	OPRO	-	-
02 oct.	Legrand	France	PM	OPRO	2	21 440 808
03 oct.	Edmond Coignet	France	ML	Fusion	500FF	12 000
03 oct.	Protecnicom France	France	ML	Liquidation judiciaire	1	700 000
08 oct.	Ab Soft	France	NM	OPRO	-	-
09 oct.	Serf	France	SM	OPRO	SVN	1 000 000
29 oct.	Cac Systemes	France	NM	OPRO	-	-
30 oct.	Nord Est	France	PM	Fusion	-	-
04 nov.	Idp	France	NM	Liquidation judiciaire	-	-
13 nov.	Raynal Roquelaure	France	PM	OPRO	16	189 017
18 nov.	Calinter Services	France	ML	Initiative société	100FF	5 000
26 Nov.	Suc.Cent.Cambrai	France	ML	OPRO	11	395 395
01 déc.	Brice	France	SM	OPRO	SVN	5 384 550
08 déc.	Aes Labo.Groupe	France	SM	OPRO	3,94	1 014 845
08 déc.	Mitsubishi Electr.	Japon	PM	Procédure ordonnée de retrait	50 JPY	2 130 020 621
9 déc.	Charlatte	France	SM	OPRO	SVN	1 076 747
11 déc.	Unilever NV	Pays-Bas	PM	Procédure ordonnée de retrait	1,12 NLG	571 575 900
15 déc.	Abel	France	NM	OPRO	-	-
16 déc.	Saipem Spa	Italie	PM	Procédure ordonnée de retrait	6,4	398 233 482
17 déc.	Effik	France	NM	OPRO	-	-
18 déc.	Petit Bateau	France	SM	OPRO	1,52	7 604 900
18 déc.	Siemens	Allemagne	PM	Procédure ordonnée de retrait	SVN	762 656 360
19 déc.	Compagnie de Suresnes	France	ML	OPRO	11,5	39 740
22 déc.	Santander Central Hispano	Espagne	PM	Procédure ordonnée de retrait	0,5	4 768 402 943
29 déc.	Solvay	Belgique	PM	Procédure ordonnée de retrait	SVN	84 600 633

PM : Premier marché - SM : Second marché - NM : Nouveau Marché - ML : Marché libre -
SVN : sans valeur nominale

1.2 Le marché primaire

TABLEAU VI : Émissions de titres de capital (en millions d'euros)

	2003	2002	VARIATION	STRUCT. 2003	STRUCT. 2002
ÉMISSIONS DE TITRES DE CAPITAL					
PREMIER MARCHÉ	22 331,8	13 824,9	61,53%	97,77%	91,97%
De numéraire avec APE	3 796,3	2 732,2	38,95%	16,62%	18,18%
Réservées aux salariés	1 723,3	3 819,1	-54,88%	7,54%	25,41%
Autres réservées	0,0	3 915,6	--	0,00%	26,05%
Paiement du dividende en actions	310,7	955,2	-67,47%	1,36%	6,35%
Ex. de bons de souscription	15 602,0	1 514,3	++	68,31%	10,07%
Levées d'options	899,5	888,5	1,23%	3,94%	5,91%
SECOND MARCHÉ	336,2	1 010,9	-66,74%	1,47%	6,72%
De numéraire avec APE	234,2	427,8	-45,26%	1,03%	2,85%
Réservées aux salariés	7,8	7,8	-0,86%	0,03%	0,05%
Autres réservées	23,6	99,0	-76,15%	0,10%	0,66%
Paiement du dividende en actions	28,9	17,2	67,85%	0,13%	0,11%
Ex. de bons de souscription	14,4	435,6	-96,70%	0,06%	2,90%
Levées d'options	27,3	23,4	16,88%	0,12%	0,16%
NOUVEAU MARCHÉ	172,7	196,4	-12,08%	0,76%	1,31%
De numéraire avec APE	124,4	44,5	++	0,54%	0,30%
Réservées aux salariés	3,9	6,9	-42,75%	0,02%	0,05%
Autres réservées	25,4	120,2	-78,86%	0,11%	0,80%
Paiement du dividende en actions	0,0	0,2	--	0,00%	0,00%
Ex. de bons de souscription	15,4	15,5	-0,74%	0,07%	0,10%
Levées d'options	3,5	9,2	-61,27%	0,02%	0,06%
TOTAL MARCHÉS RÉGLEMENTÉS	22 840,7	15 032,2	51,94%	100,00%	100,00%
De numéraire avec APE	4 154,9	3 204,5	29,66%	18,19%	21,32%
Réservées aux salariés	1 735,0	3 833,8	-54,75%	7,60%	25,50%
Autres réservées	49,0	4 134,8	-98,81%	0,21%	27,51%
Paiement du dividende en actions	339,7	972,7	-65,08%	1,49%	6,47%
Ex. de bons de souscription	15 631,8	1 965,4	++	68,44%	13,07%
Levées d'options	930,4	921,1	1,01%	4,07%	6,13%
MARCHÉ LIBRE	14,8	41,7	-64,48%		
De numéraire avec APE	9,7	13,9	-29,93%	-	-
Réservées aux salariés	0,0	3,9	-	-	-
Autres réservées	3,9	18,1	-78,55%	-	-
Paiement du div. en actions	1,2	5,8	-79,38%	-	-
Levées d'options	0,0	0,1	-86,01%	-	-
TOTAL ÉMISSIONS PAR APE	22 877,1	15 091,7	51,59%	100,00%	100,00%
Sociétés cotées	22 855,5	15 074,0	51,62%	99,91%	99,88%
Sociétés non cotées	21,6	17,7	21,88%	0,09%	0,12%

Source : AMF-Euronext Paris

TABLEAU VII : Répartition des émissions de numéraire par appel public à l'épargne par catégorie de titres de capital : sociétés cotées sur un marché réglementé (en millions d'euros)

	2003	2002	VARIATION	STRUCT. 2003	STRUCT. 2002
ÉMISSIONS DE TITRES DE CAPITAL					
ACTIONS	4 132,56	3 148,69	31,2%	99,5%	98,3%
Ordinaires	4 129,88	3 148,69	31,2%	99,4%	98,3%
ABSA ¹	2,68	0,00	0,00%	0,1%	0,0%
Autres	0,00	0,00	0,00%	0,0%	0,0%
CERTIFICATS D'INVESTISSEMENT	22,36	55,80	-59,9%	0,5%	1,7%
Ordinaires	0,00	0,00	0,00%	0,0%	0,0%
CCI ²	22,36	55,80	-59,9%	0,5%	1,7%
TOTAL HORS BSA ³	4 154,92	3 204,49	29,4%	100,0%	100,0%
Bons de souscriptions	0,00	0,00	0,00%	0,0%	0,0%
TOTAL GÉNÉRAL	4 154,92	3 204,49	29,4%	100,0%	100,0%

TABLEAU VIII : Répartition des émissions par secteur émetteur : sociétés cotées sur un marché réglementé (en millions d'euros)

GROUPES ÉCONOMIQUES FTSE	2003	2002	VARIATION	STRUCT. 2003
RÉPARTITION PAR SECTEUR ÉMETTEUR				
Ressources	298,3	479,2	-37,74%	1,3%
Industries de base	2 072,5	2 460,8	-15,78%	9,1%
Industries généralistes	109,2	834,8	-86,92%	0,5%
Biens de consommation cycliques	52,5	2 407,0	-97,82%	0,2%
Biens de consommation non cycliques	406,6	2 352,3	-82,72%	1,8%
Services cycliques	860,5	3 282,7	-73,79%	3,8%
Services non cycliques	15 156,2	523,2	++	66,4%
Services aux collectivités	25,6	41,9	-38,78%	0,1%
Sociétés financières	3 696,9	2 276,3	62,41%	16,2%
Technologies de l'information	162,4	374,1	-56,58%	0,7%
TOTAL	22 840,7	15 032,2	51,94%	100,0%

¹
ABSA : Action à bon de
souscription d'action

²
CCI : Certificat coopératif
d'investissement

³
BSA : Bon de
souscription d'action

TABLEAU IX : Émissions de titre de capital par appel public à l'épargne en 2003 : sociétés cotées sur un marché réglementé (en millions d'euros)

SOCIÉTÉS	MARCHÉ	PÉRIODE DE SOUSCRIPTION	TYPE	NBRE DE TITRES	PRIX D'ÉMISSION	MONTANT BRUT
XRT	SM	07 au 18 janv.	actions	13 477 152	0,46	6,20
Cesar	SM	03 au 16 janv.	actions	34 375 000	0,16	5,50
A Novo	NM	22 fév. au 07 mars	actions	6 634 353	1,20	7,96
Genset	NM	14 au 27 mars	actions	11 796 214	7,10	83,75
Guitel	PM	11 au 25 avril	actions	187 660	16,00	3,00
Generix	NM	05 au 18 avril	ABSA	670 901	4,00	2,68
Seevia Consulting	SM	29 mai au 05 juin	actions	641 568	2,60	1,67
Elior	PM	13 au 26 juin	actions	29 422 096	3,75	110,33
Lafarge	PM	20 juin au 03 juil.	actions	31 268 612	41,00	1 282,01
Rexel	PM	03 juin au 14 juin	actions	20 324 997	20,50	416,66
Genesys	NM	10 au 23 juil.	actions	3 094 575	2,20	6,81
Tracing Server	NM	09 au 22 juil.	actions	710 643	2,20	1,56
IEC Professionnel	SM	13 au 27 août	actions	3 991 858	1,00	3,99
Parsys	SM	11 au 24 juil.	actions	616 667	8,10	5,00
CAST	NM	07 au 20 oct.	actions	1 145 175	1,75	2,00
Groupe Flo	SM	09 au 24 oct.	actions	15 440 641	2,00	30,88
BVRP	NM	11 au 24 juil.	actions	1 000 000	7,59	7,59
Systar	NM	21 oct. au 03 nov.	actions	1 699 135	1,00	1,70
Crédit Agricole	PM	27 oct. au 07 nov.	actions	122 793 536	16,07	1 973,29
Foncière des régions	SM	18 nov. au 01 déc.	actions	1 132 827	140,00	158,60
CA Ille et Vilaine	SM	14 nov. au 02 déc.	CCI	310 500	72,00	22,36
Recif	NM	17 au 28 nov.	actions	1 523 293	4,80	7,31
SQLI	NM	04 au 17 déc.	actions	3 795 452	0,80	3,04
Tour Eiffel	PM	05 au 18 déc.	actions	229 500	48,00	11,02

PM : Premier marché

SM : Second marché

NM : Nouveau Marché

ML : Marché libre

1.3

Le marché secondaire

TABLEAU X : Transactions sur titres de capital (en millions d'euros)

	2003	VARIATION ¹	2002
TRANSACTIONS SUR TITRES DE CAPITAL			
TRANSACTIONS SYSTEME CAC	MONTANT		MONTANT
Premier Marché valeurs Françaises	959 701	-16,35%	1 147 291
Second Marché valeurs Françaises	7 324	-6,70%	7 849
Nouveau Marché valeurs Françaises	3 776	-18,18%	4 615
TOTAL MARCHÉS RÉGLEMENTÉS *	970 800	-16,29%	1 159 756
Marché Libre valeurs Françaises	96	-17,79%	116
Trackers	17 904	-43,37%	31 617
Valeurs étrangères	3 362	-31,81%	4 930
TOTAL	992 161	-17,07%	1 196 419
ELECTRONIC ORDER BOOK (EOB)			
Premier Marché valeurs Françaises	864 317	-12,38%	986 484
Second Marché valeurs Françaises	6 450	-2,50%	6 615
Nouveau Marché valeurs Françaises	3 651	-17,36%	4 418
TOTAL MARCHÉS RÉGLEMENTÉS *	874 418	-12,34%	997 518
Marché Libre valeurs Françaises	58	-33,00%	86
Trackers	17 301	-45,27%	31 608
Valeurs étrangères	3 322	-30,96%	4 812
TOTAL	895 099	-13,44%	1 034 024

Source : Euronext Paris

TABLEAU XI : Capitalisation boursière des titres de capital (en milliards d'euros)

	31/12/2003	VARIATION ¹	31/12/2002	VARIATION ¹	31/12/2001	VARIATION ¹
VALEURS FRANÇAISES						
	MONTANT		MONTANT		MONTANT	
Premier Marché	1 024	15,9%	884	-29,7%	1 258	-14,0%
Second Marché	43	15,5%	37	-19,6%	46	-14,8%
Nouveau Marché	8	17,6%	7	-55,2%	15	-38,3%
TOTAL	1 075	15,9%	928	-29,7%	1 319	-14,4%

Source : Euronext Paris

1.4

L'évolution des cours

TABLEAU XII : Évolution des indices boursiers

	2003	VARIATION ¹	2002	VARIATION ¹	2001	VARIATION ¹
DONNÉES DE FIN D'ANNÉE						
	VALEUR		VALEUR		VALEUR	
CAC40	3557,9	16,12%	3063,91	-33,75%	4624,58	-21,97%
SBF120	2510,37	16,84%	2148,59	-32,35%	3176,04	-21,04%
SBF250	2411,51	17,45%	2053,26	-29,07%	2894,97	-23,24%
Second Marché	2216,32	20,41%	1840,59	-19,27%	2279,82	-19,07%
Nouveau Marché	642,91	26,18%	509,53	-52,95%	1082,91	-62,71%

¹
Variation en %
par rapport à
l'année précédente.

Source : Euronext Paris

1.5

Opérations de rapprochement des sociétés cotées

Tableau XIII : Opérations de rapprochement des sociétés cotées sur un marché réglementé (en millions d'euros)

Les dates retenues pour l'élaboration de ce tableau sont :

- pour les offres publiques, la date de publication de l'avis de résultat de l'offre par Euronext Paris,
- pour les cessions de blocs, la date de publication de l'avis de résultat de l'OPA par garantie de cours consécutive à la cession, par Euronext Paris,
- pour les fusions, apports et scissions, la date d'approbation de l'opération par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires.

	2003	NBRE D'OPÉRATIONS	2002	NBRE D'OPÉRATIONS	VARIATION
OFFRES PUBLIQUES	10419,64	69	11569,39	87	-9,94 %
OPA	309,67	18	5353,15	27	-94,22 %
obligatoires	185,31	15	4214,42	17	-95,60 %
- procédure normale	0,09	2	3301,52	4	-100,00 %
cession de blocs			1,89		
- procédure simplifiée	185,22	13	878,02	13	-78,90 %
cession de blocs			32,98		
volontaires	124,36	3	1138,73	10	-89,08 %
- procédure normale	124,36	3	508,64	5	-75,55 %
- procédure simplifiée			630,08	5	
OPE		6		3	
obligatoires		1		1	
- procédure normale				1	
- procédure simplifiée		1			
volontaires		5		2	
- procédure normale		4		1	
- procédure simplifiée		1		1	
OPA/OPE	4554,41	1	1710,05	2	+166,33 %
volontaires	4554,41	1	1710,05	2	+166,33 %
OPR	279,39	30	57,36	42	+387,08 %
OPR avec retrait obligatoire	274,72	29	57,36	41	+378,94 %
OPR sans retrait obligatoire	4,67	1	0	1	
OP Rachat	251,03	9	590,92	4	-57,52 %
GARANTIE DE COURS	5025,14	5	3857,91	9	+30,26 %
- montant lié à la garantie de cours	536,38	5	1833,03	9	-70,74 %
- montant lié à la cession de blocs de contrôle	4488,76	4	2024,89	9	+121,68 %
FUSIONS ET APPORTS	4030,3	14	5779,31	24	-30,26 %
Fusions	3892,09	6	5242,09	13	-25,75 %
Apports	138,22	8	537,22	11	-74,27 %
Scissions	0,00	0	0,00	0	0,0%
TOTAL	14 449,95	83	17 348,70	111	-16,71 %

Source : AMF-Euronext Paris

	2003	NBRE D'OPÉRATIONS	2002	NBRE D'OPÉRATIONS	VARIATION
OPÉRATIONS DE RAPPROCHEMENT					
PREMIER MARCHÉ	13 775,39	34	13 499,61	39	+2,04 %
OPA, OPRA et OPA/OPE	4 645,08	9	6 706,18	12	-30,73 %
OPE		2		1	
OPR	263,81	14	35,18	13	+649,89 %
Cessions de Blocs	4 974,41	3	3 617,15	4	+37,52 %
Fusions et apports	3 892,09	6	3 141,10	9	+23,91 %
SECOND MARCHÉ	580,66	32	3 591,72	47	-83,83 %
OPA, OPRA et OPA/OPE	442,19	15	767,45	15	-42,38 %
OPE		2			
OPR	12,66	11	15,18	20	-16,60 %
Cessions de Blocs	22,95	1	267,51	4	-91,42 %
Fusions et apports	102,86	3	2 541,58	7	-95,95 %
NOUVEAU MARCHÉ	93,90	17	257,23	23	-63,50 %
OPA, OPRA et OPA/OPE	27,84	4	145,61	5	
OPE		2		2	
OPR	2,92	5	6,86	7	-57,43 %
Cessions de Blocs	27,79	1	8,13	1	+241,82 %
Fusions et apports	35,36	5	96,63	8	-63,41 %
MARCHÉ LIBRE			0,13	2	-100,00 %
OPR			0,13	2	-100,00 %
TOTAL	14 449,95	83	17 348,70	111	-16,71 %

Source : AMF-Euronext Paris

TABLEAU XIV : Offres publiques (en millions d'euros)

SOCIÉTÉ		SOCIÉTÉ		CAPITAL DÉTENU		DATE	
VISÉE	MARCHÉ	INITIATRICE	INITIALEMENT	À L'ISSUE DE L'OFFRE	OUVERTURE	CLÔTURE	
OFFRES PUBLIQUES							
OPA NORMALES							
FONDERIES FRANCO-BELGES	PM	SAPI		93,85	17/03/2003	22/04/2003	
AUREA	PM	FINANCIÈRE 97	41,82	54,29	22/07/2003	25/08/2003	
GRANDVISION	PM	FINANCIÈRE 1 PAI					
		FINANCIÈRE 2 PAI			11/08/2003	12/09/2003	
AES LABORATOIRE GROUPE	SM	SKIVA	0,00	95,18	06/08/2003	23/09/2003	
TOUR EIFFEL	PM	OSIRIS PATRIMOINE	39,95	41,35	19/08/2003	19/09/2003	
OPA SIMPLIFIÉES							
CONSORS France	NM	CONSORS INTERNATIONAL HOLDING GMBH	71,08	97,05	29/01/2003	11/02/2003	
FERRAND & RENAUD	PM	FAB	50,14	86,67	28/01/2003	17/02/2003	
JET MULTIMEDIA	SM	9 TELECOM RESEAU (Gpe LOCOM)	97,23	98,67	13/12/2002	03/01/2003	
M.R. & ASSOCIES	PM	France THERMES	86,90	97,35	21/01/2003	14/02/2003	
PIER IMPORT	SM	FORFINANCE	55,00	77,53	19/12/2003	07/01/2003	
MACC	SM	SAS D'OZON et ses actionnaires	53,07	80,13	20/05/2003	04/06/2003	
GENERALI FRANCE ASSURANCES	PM	GENERALI FRANCE HOLDING	89,66	99,58	12/06/2003	25/06/2003	
GRANDS VINS BOISSET	SM	SOCIÉTÉ FAMILIALE DE GESTION DE LA VOUGERAIE	85,92	97,13	04/07/2003	25/07/2003	
SERF	SM	GROUPE RAMBERT	91,38	97,82	18/07/2003	04/09/2003	
BRICE	SM	OTEXO	66,43	97,75	19/09/2003	09/10/2003	
FPEE INDUSTRIES	SM	FPEE	73,54	95,03	20/11/2003	03/12/2003	
MECATHERM	SM	IMPALA SAS	53,81	88,01	05/12/2003	18/12/2003	
PETIT BOY	SM	SOCIÉTÉ FINANCIÈRE PETIT BOY	86,28	95,48	02/10/2003	17/10/2003	
GARANTIES DE COURS CONSÉCUTIVES À UNE CESSION DE BLOC DE CONTRÔLE							
BEGHIN SAY	PM	ORIGNY NAPLES SAS	53,80	95,57	24/12/2002	10/01/2003	
LEGRAND	PM	FIMAF SAS	98,04	99,01	11/02/2003	28/02/2003	
PROVIMI	PM	PROVIMLUX INVESTMENTS SA	53,66	74,05	20/12/2002	08/01/2003	
AIGLE	SM	STÉ INTERNATIONALE DE PRODUCTION ET DE DIFFUSION TEXTILE - SIDP	61,94	90,98	08/09/2003	03/10/2003	
EFFIK	NM	ITALFARMACO SA ET LICONSA? LIBERACION CONTROLADA DE SUSTANCIAS ACTIVAS SA	56,41	90,40	10/10/2003	30/10/2003	
OFFRES MIXTES D'ACHAT ET D'ÉCHANGE							
CRÉDIT LYONNAIS	PM	CA SA SACAM DEVELOPPEMENT	17,79	18,62	28/03/2003	26/05/2003	

PRIX PAR ACTION OU PARITÉ EURO	NBRE D'ACTIONS APPORTÉES	MONTANT BRUT	REMARQUES
97,00 €	77129	7,48	
0,60 €	30028	0,02	
21,00 €		0,00	2 891 908 actions ont été apportées à l'offre. La condition minimale fixée par les initiateurs (2/3 du capital et des droits de vote) n'étant pas satisfaite, l'offre n'a pas eu de suite positive.
121,00 €	965932	116,88	165 290 actions proviennent d'engagements d'apports en nature et à titre onéreux.
60,00 €	1282	0,08	
1,20 €	5 436 848	6,52	
42,00 €	94 324	3,96	
12,00 €	160 973	1,93	
165,00 €	13 483	2,22	
4,00 €	1 082 307	4,33	
52,00 €	180 018	9,36	
415,00 €	159 573	66,22	
30,20 €	215 653	6,51	
6,00 €	64 410	0,39	
13,30 €	1 686 388	22,43	
47,80 €	482 577	23,07	
27,00 €	1 368 177	36,94	
18,00 €	73 616	1,33	
37,00 €	10 722 456	396,73	
136,73 € / 114,13 €* 13,25 € 51,50 €	204 229 / 68 575* 5 320 756 445 561	35,75 70,50 22,95	* ADP (Actions à Dividende Prioritaire). Lors de la cession de bloc 21060724 actions ordinaires ont été cédées au prix unitaire de 136,73 € et 6548139 ADP au prix unitaire de 114,13€.
25,00 €	418 226	10,46	Part acquise durant la cession de blocs : 56,41. Le capital initial détenu de concert avec des personnes physiques d'EFFIK : 64,54 %. Capital final détenu de concert avec des personnes physiques d'EFFIK : 97,9 %.
OP à titre principal pour 4 actions présentées remise de 148,24 € et 5 actions CA à émettre. OPE 10 actions présentées / 37 actions CA56,00 €	81 328 803	4 554,41	OPE avec plafonnement du nombre d'actions présentées tel que le paiement en numéraire représente 66,18% et le paiement en titres 33,82%. 145 190 096 actions à l'offre principale, 55 977 954 à l'OPE. Report sur l'offre principale de 14 416 454 actions apportées à l'OPE.



SOCIÉTÉ		SOCIÉTÉ	CAPITAL DÉTENU	DATE
VISÉE	MARCHÉ	INITIATRICE	INITIALEMENT À L'ISSUE DE L'OFFRE	OUVERTURE CLÔTURE
(suite)				
OPE NORMALES				
ALDETA	NM	FASHION BEL AIR	41,39	02/10/2002 10/01/2003
ASSYSTEM	SM	BRIME TECHNOLOGIES		13/11/2003 22/12/2003
CROSS SYSTEMS	NM	MICROPOLE UNIVERS	0,00 91,10	30/10/2003 08/12/2003
TRANSICIEL	PM	CAP GEMINI	0,00 93,32	08/12/2003
OPE SIMPLIFIÉES				
STÉ DU LOUVRE - GPE DU LOUVRE	PM	GROUPE TAITTINGER	40,77	13/12/2003 21/01/2003
RALLYE	SM	RALLYE		13/11/2003
OPR SANS RETRAIT OBLIGATOIRE				
PARIS ORLEANS	PM	ANJOU RABELAIS SNC et INTEGRITAS INVESTMENTS BV	36,72 57,24	07/08/2003 20/08/2003
OPR AVEC RETRAIT OBLIGATOIRE				
CORNEAL LABORATOIRES	SM	FINANCIÈRE HELIOS	93,71 96,81	20/01/2003 03/02/2003
GREVIN & CIE	SM	COMPAGNIE DES ALPES	95,95 96,73	24/12/2002 10/01/2003
M.R. & ASSOCIES	PM	France THERMES	97,35 98,48	13/03/2003 26/03/2003
SEITA	PM	ALTADIS	98,54 98,90	16/12/2002 10/01/2003
VIDELEC	SM	DEBITEL France	95,54 97,15	05/03/2003 18/03/2003
AB GROUPE	SM	PORT NOIR INVESTMENT	99,68 99,81	08/05/2003 21/05/2003
CASTORAMA DUBOIS INVESTISSEMENTS	PM	KINGFISHER PLC	99,45 99,57	08/05/2003 21/05/2003
CEREOL	PM	BUNGE INVESTMENTS FRANCE SAS	97,38 98,82	26/03/2003 08/04/2003
CONSORS FRANCE	NM	CONSORS INTERNATIONAL HOLDING GMBH	97,27 98,06	28/05/2003 10/06/2003
GENSET	NM	SERONO FRANCE HOLDING	96,60 97,87	15/05/2003 13/06/2003
LOUIS DREYFUS CITRUS	SM	SIMGAR	97,48 98,70	24/04/2003 08/05/2003
MAXI LIVRES	SM	OMNIUM DU LIVRE	99,64 99,85	19/03/2003 01/04/2003
MONOPRIX	PM	CASINO ET GALERIES LAFAYETTE	98,70 99,53	30/04/2003 14/05/2003
SIDEL	PM	TETRA LAVAL SA	95,20 97,07	02/05/2003 15/05/2003
BEGHIN SAY	PM	ORIGNY NAPLES	95,92 96,94	28/07/2003 08/08/2003
COMPAGNIE FINANCIÈRE SAINT HONORE	PM	CIE FINANCIÈRE HOLDING B.& E. DE ROTHSCHILD GENEVE SA	96,05 98,63	18/07/2003 31/07/2003

PRIX PAR ACTION OU PARITÉ EURO	NBRE D'ACTIONS APPORTÉES	MONTANT BRUT	REMARQUES
1 Action Aldeta / 1 obligation à émettre remboursable en actions Fashion Bel Air (1 action pour 3 obligations)	285 361		
Principal : 7 actions Assystem / 20 actions Brime technologies ; Assystem / 20obligà BSA Remboursables	4 726 169	4300814 à titre principal ; 425355 à titre subsidiaire	
14 actions Cross systems / 9 actions Micropole Univers	5 472 544		
1 ^{re} branche : 3 actions Transiciel / 1 action Cap Gemini ; 2 nd e branche : 3 actions Transiciel / 5 actions Cap Gémini et 5 Bons d'attribution d'actions nouvelles Cap Gemini		OPE alternative. 1 ^{ère} branche : 9 513 882 et 2 nd e branche : 8 057 632	
25 CI / 22 actions Société du Louvre	1 196 150CI		
4 BSA "C" / 5 BSA "A"	30 815 920		
130,00 €	35 946	4,67	
17,50 €	40 579	0,71	Suite à une OPA simplifiée.
33,00 €	34 916	1,15	Hors prise en compte des actions autodétenues.
165,00 €	1 455	0,24	Suite à une OPA simplifiée.
75,00 €	440 635	33,05	
10,00 €	16 073	0,16	
12,00 €	25 213	0,30	Suite à une OPRA.
67,00 €	185 382	12,42	
32,00 €	367 836	11,77	32€ / action et versement éventuel, le 15/10/05 au plus tard, d'un complément de prix de 3 € maximum en fonction du règlement d'un litige auquel Céréol est partie.
1,20 €	167 388	0,20	
8,19 €/107,05 € *	226 999 36*	1,86	* OCEANE.
21,30 €	129 309	2,75	
6,10 €	4 248	0,03	
249,00 €	80 437	20,03	Casino et Galeries Lafayette agissent de concert.
50,00 €	622 488	31,12	
20,00 €	260 239	5,20	
170,00 €	78 854	13,41	

SOCIÉTÉ		SOCIÉTÉ		CAPITAL DÉTENU		DATE	
VISÉE	MARCHÉ	INITIATRICE	INITIALEMENT	À L'ISSUE DE L'OFFRE	OUVERTURE	CLÔTURE	
(suite)							
CRÉDIT LYONNAIS	PM	CRÉDIT AGRICOLE INDOSUEZ ROTHSCHILD & CIE BANQUE MORGAN STANLEY AND CO INTERNATIONAL LTD	97,45	98,10	21/07/2003	01/08/2003	
GENERALI FRANCE ASSURANCES	PM	GENERALI FRANCE HOLDING	99,58	99,79	18/07/2003	31/07/2003	
GRANDS VINS BOISSET	SM	SOCIÉTÉ FAMILIALE DE GESTION DE LA VOUGERAIE	97,13	97,67	02/09/2003	15/09/2003	
GROUPE PANTIN	PM	MOULINS SOUFFLET	97,50	98,04	07/08/2003	20/08/2003	
SERVICES ET TRANSPORTS	SM	SOCIÉTÉ DE TRANSPORTS ET DE PARTICIPATIONS FINANCIÈRES	90,43	98,70	18/07/2003	29/08/2003	
STÉ FRANÇAISE DE MEUNERIE	PM	GROUPE PANTIN	95,80	98,20	07/08/2003	20/08/2003	
UBIQUUS	NM	MM. ANTOINE BELLO, FRANCOIS LAMOTTE ET VINCENT NGUYEN	81,45	96,54	01/08/2003	22/08/2003	
AES LABORATOIRE GROUPE	SM	SKIVA	95,18	96,82	24/11/2003	05/12/2003	
BRICE	SM	OTEXO	97,75	99,39	17/11/2003	28/11/2003	
CAC SYSTEMS	NM	EADS FRANCE	97,74	98,46	15/10/2003	28/10/2003	
CHARLATTE	SM	FAYAT	97,12	98,67	25/11/2003	08/12/2003	
EFFIK	NM	ITALFARMACO SA et LICONSA, LEBERACION CONTROLADA DE SUSTANCIAS ACTIVAS SA	90,40	91,00	03/12/2003	16/12/2003	
RAYNAL ET ROQUELAURE	PM	COFIGEO	96,87	98,36	29/10/2003	12/11/2003	
OP RACHAT							
CYBERDECK	NM	CYBERDECK			20/12/2002	08/01/2003	
AB GROUPE	SM	AB GROUPE			20/03/2003	08/04/2003	
FONDERIES FRANCO-BELGES	PM	FONDERIES FRANCO-BELGES			17/03/2003	07/04/2003	
JET MULTIMEDIA	SM	JET MULTIMEDIA			09/05/2003	28/05/2003	
LACIE GROUP	NM	LACIE GROUP			27/05/2003	16/06/2003	
MACC	SM	MACC			20/05/2003	12/06/2003	
UBIQUUS	NM	UBIQUUS			02/06/2003	23/06/2003	
NAF NAF	SM	NAF NAF			03/07/2003	08/08/2003	
BRIOCHE PASQUIER	SM	BRIOCHE PASQUIER			23/10/2003	17/11/2003	

PRIX PAR ACTION OU PARITÉ EURO	NBRE D'ACTIONS APPORTÉES	MONTANT BRUT	REMARQUES
56,00 €	2 306 141	129,14	
415,00 €	3 316	1,38	
30,20 €	10 255	0,31	
194,00 €	1 432	0,28	
74,90 €	64 148	4,80	
76,00 €	12 297	0,93	
4,20 €	177 963	0,75	
119,00 €	16 597	1,98	
13,30 €	16 629	0,22	
3,00 €	6 154	0,02	
14,61 €	16 768	0,24	
25,00 €	3 458	0,09	De concert avec des personnes physiques : Capital initial 97,9 % et capital final 98,4 %
58,20 €	2 813	0,16	
0,40 €	14 231 881	5,69	
12,00 €	5 284 963	63,42	
97,00 €	110 201	10,69	
12,00 €	3 365 624	40,39	
2,50 €	1 927 551	4,82	
52,00 €	168 553	8,76	
4,20 €	2 571 269	10,80	
22,00 €	1 434 364	31,56	
55,00 €	1 361 823	74,90	

TABLEAU XV : Cessions de blocs de contrôle

CÉDANT		ACQUEREUR				CESSION				GARANTIE DE COURS		
SOCIÉTÉ		SOCIÉTÉ	CAPITAL DÉTENU		DATE	NOMBRE	PRIX	PART DU	VALEUR	CAPITAL	MONTANT	MONTANT
VISÉE	MARCHÉ	INITIATRICE	AVANT LA	APRÈS LA	DE	DE TITRES	MOYEN DE	CAPITAL	DES TITRES	DÉTENU À	DE LA	TOTAL DE
			CESSION	CESSION	CESSION	CÉDÉS	CESSION	CÉDÉ	CÉDÉS	L'ISSUE DE	GARANTIE	L'OPÉRATION
										L'OFFRE	DE COURS	
EFFIK	NM	ITALFARMACO SA ET LICONSA LIBERACION CONTROLADA DE SUSTANCIAS ACTIVAS SA	0%	56,41%	29/07/03	693 400	25,00 €	56,41%	17,34 M€	90,40	10,46	27,79 M€
BEGHIN SAY	PM	ORIGNY NAPLES SAS	0%	53,80%	13/12/02	13 809 063	37,00 €	53,80%	510,94 M€	95,57	396,73	907,67 M€
LEGRAND	PM	FIMAF SAS	0%	98,04%	10/12/02	27 608 863	136,73 €	98,04%	3774,96 M€	99,01	35,75	3 810,71 M€
PROVIMI	PM	PROVIMLUX INVESTMENTS SA	0%	53,66%	29/11/02	14 002 260	13,25 €	53,66%	185,53 M€	74,05	70,50	256,03 M€

TABLEAU XVI : Fusions, scissions et apports d'actifs ou de titres (en millions d'euros)

SOCIÉTÉ BÉNÉFICIAIRE	MARCHÉ	PRINCIPAUX APORTEURS OU ABSORBÉS	NATURE	DATE AGE*	MONTANT NET
Esso S.A.F	PM	Mobil Oil Française	FUS	06/05/03	26,71
Hi Media	NM	Mobiquid	APP	25/04/03	2,29
Publicis Groupe SA	PM	Somarel - MLMS - MLMS2	FUS	15/05/03	30,54
Selectibail	PM	Bail Investissement	FUS	30/06/03	700,99
Hubwoo.com	NM	Avisium S.A	APP	31/07/03	8,75
IEC Professionel Media	SM	Cap Cine - Fin Cap	APP	31/07/03	2,9
Orpea	SM	Medidep	APP	30/09/03	67,46
Technip Coflexip	PM	Coflexip	FUS	03/07/03	14,3
Fonciere des régions	SM	MSREF Margaux Holding BV	APP	22/12/03	32,50
Gameloft	NM	Guillemot Corporation	APP	22/12/03	14,00
Gecina	PM	Simco	FUS	17/12/03	2 807,13
Memscap	NM	Galayor	APP	06/10/03	8,70
Qualiflow	NM	Jipelec	APP	18/12/03	1,62
Sagem	PM	Coficem	FUS	18/12/03	312,43

* Assemblée générale ayant approuvé l'opération - PM : Premier marché - SM : Second marché - NM : Nouveau marché

2

Comparaisons internationales.

TABLEAU XVII : Transactions sur titres de capital

Les statistiques de transactions doivent être comparées avec prudence, car les marchés n'ont jamais pu les harmoniser.

Les statistiques d'activité des bourses de valeurs peuvent être présentées selon deux approches :

- Systèmes centraux : la première, dite "*Trading System View*" recense les opérations issues directement et exclusivement d'un système de négociation (ou d'un marché à la criée) ;
- Systèmes globaux : la seconde, dite "*Regulated Environment View*" comptabilise les opérations issues soit des déclarations effectuées par les intermédiaires auprès d'une autorité de marché, soit des opérations de dénouement réalisées par les différentes filières.

	2003		2002		VARIATION 2003/2002	
	SYST. GLOBAUX	SYST. CENTRAUX	SYST. GLOBAUX	SYST. CENTRAUX	SYST. GLOBAUX	SYSTÈMES CENTRAUX
TRANSACTIONS SUR TITRES DE CAPITAL						
NYSE	-	8506,3	-	11 015,7	-	-22,8%
NASDAQ	5920,5	-	7 709,2	-	-23,2%	-
Tokyo	-	1858,7	-	1 573,7	-	18,1%
Londres	3273,4	-	4 227,0	-	-22,6%	-
Euronext	-	1359,4	-	1 574,3	-	-13,7%
Deutsche Börse	-	833,0	-	876,2	-	-4,9%
Zurich	541,6	-	650,8	-	-16,8%	-
Madrid	820,5	-	628,9	-	30,5%	-
Milan	-	667,0	-	688,8	-	-3,2%

Source : Tableau de bord international (AMF)

TABLEAU XVIII : Capitalisations boursières en fin d'année des actions nationales (en milliards d'euros)

	31/12/2003	31/12/2002	VARIATION EUROS	VARIATION USD
CAPITALISATIONS BOURSIÈRES				
Royaume-Uni	1 923	1 714	12,2%	35,9%
Allemagne	855	659	29,9%	57,3%
Euronext	1 646	1 477	11,4%	34,9%
Suisse	576	588	-2,0%	33,0%
Italie	487	458	6,4%	28,9%
Espagne	576	443	29,9%	57,3%
Suède	254	172	47,6%	78,7%
Autriche	45	32	39,0%	68,3%
Luxembourg	30	24	25,6%	52,1%
NYSE	8 982	8 655	3,8%	25,7%
Nasdaq	2 255	1 915	17,8%	42,6%
Toronto	722	550	31,1%	57,0%
American Stock Exchange	74	43	71,8%	108,0%
Brésil	186	122	52,8%	85,0%
Mexique	97	100	-2,6%	17,9%

	31/12/2003	31/12/2002	VARIATION EUROS	VARIATION USD
CAPITALISATIONS BOURSIÈRES				
Tokyo	2 341	1 987	17,9%	42,7%
Hong Kong	567	445	27,4%	54,3%
Australie	464	365	27,2%	54,1%
Taiwan	300	251	19,8%	45,1%
Corée	236	207	14,1%	38,1%
Singapour	118	96	22,9%	48,8%
Thaïlande	94	44	116,0%	161,6%

Source : World Federation of Exchanges

TABLEAU XIX : Évolution des indices boursiers étrangers

	VALEUR 2003	VARIATION	VALEUR 2002	VARIATION
ÉVOLUTION DES INDICES BOURSIERS ÉTRANGERS				
Londres (FT-100)	4476,87	+13,6 %	3940,36	-24,5 %
Paris (SBF250)	2411,51	+17,4 %	2053,26	-31,1 %
Bruxelles (gen. Price)	6477,45	+12,3 %	5765,64	-22,8 %
Milan (MIB)	19483	+14,9 %	16954	-23,7 %
Suisse (SPI)	3961,58	+22,1 %	3245,5	-25,8 %
Amsterdam (All Share)	666,49	+5,6 %	631,4	-34,6 %
Francfort (DAX)	3965,16	+37,1 %	2892,63	-25,6 %
Vienne (SE Index)	623,75	+30,2 %	479,21	+3,1 %
Luxembourg (Lux Gal Price)	726,35	+27,5 %	569,57	-29,3 %
Stockholm (SX Gen)	194,17	+29,8 %	149,57	-37,4 %
Amex (Mark. Val.)	1173,5	+42,3 %	824,38	-2,7 %
Toronto (Comp.)	8220,89	+24,3 %	6614,54	-14,0 %
New York (DJ Industriel)	10453,92	+25,3 %	8341,63	-16,8 %
NASDAQ (Composite)	2003,37	+50,0 %	1335,51	-31,5 %
Sydney (All Ordinaries)	3306	+11,1 %	2975,5	-11,4 %
Tokyo (Topix)	1043,69	+23,8 %	843,29	-18,3 %
Hong-Kong (Hang Seng Index.)	12 575,94	+34,9 %	9 321,29	
Singapour (All Share)	475,81	+36,4 %	348,8	-18,2 %
Osaka (300 com)	1024,48	+27,9 %	800,99	-18,7 %
Corée (Composite)	810,71	+29,2 %	627,55	-9,5 %
Taiwan (Weighted)	5890,69	+32,3 %	4452,45	-19,8 %
Thaïlande (Set)	772,15	+116,6 %	356,48	+17,3 %
Johannesburg (Actuaries)	10387,22	+12,0 %	9277,22	-11,2 %
Sao Paulo (Bovespa)	22236,00	+97,3 %	11268,00	-17,0 %
Mexico (P&Q)	8795,28	+43,5 %	6127,09	-3,8 %

Source : World Federation of Exchanges

B Les titres de créance

1 Le marché français

1.1 Les émissions sur le marché français

Tableau XX : Émissions de titre de créance par type de titres (en millions d'euros)

	2003		2002	VARIATION	STRUCTURE	
	MONTANT	NBRE D'OPÉRATION	MONTANT	2002/2003	2002	2003
EMPRUNTS OBLIGATAIRES	22 258,8	48	12 240,3	81,8%	18,1%	13,4%
OBLIGATIONS OU TITRES SUBORDONNÉS POUVANT DONNER ACCÈS AU CAPITAL	13 921,1	27	8 544,1	62,9%	11,3%	9,3%
OCEANE	5 062,3	11	5 951,4	-14,9%	4,1%	6,5%
ORA	65,6	4	1 000,9	-93,4%	0,1%	1,1%
ORAN	1 405,6	1	1 502,8	-6,5%	1,1%	1,6%
OBSAREM	103,1	4	50,1	105,7%	0,1%	0,1%
TSRA	6 372,9	2			5,2%	
OCA	9,1	3	7,0	29,6%		
AUTRES	901,3	2	32,0		0,7%	0,0%
TITRES SUBORDONNÉS	4 600,8	19	4 398,0	4,6%	3,7%	4,8%
TSDI	2 174,8	5				
TSDR	497,6	1				
TSR	1 928,5	13	4 387,7	-56,0%	1,6%	4,8%
AUTRES			10,3			
OBLIGATIONS ET TITRES À PRIX DE REMBOURSEMENT INDEXÉ	3 376,6	31	2 454,5	37,6%	2,8%	2,7%
DONT SUR UN INDICE	25,0	1	640,3	-96,1%		0,7%
DONT SUR LE COURS D'UNE ACTION			152,6			0,2%
DONT SUR UN TAUX (INFLATION OU INTÉRÊT)	3 351,6	30	1 661,6	101,7%	2,7%	1,8%
OBLIGATIONS FONCIÈRES	11 374,2	20	10 428,9	9,1%	9,3%	11,4%
TOTAL HORS ETAT	55 531,4	145	38 065,7	45,9%	45,2%	41,6%
EMPRUNTS D'ETAT	67 207,0		53 439,0	25,8%	54,8%	58,4%
TOTAL GENERAL	122 738,4	145	91 504,7	34,1%	100,0%	100,0%

Source : AMF-Banque de France

OCEANE : Obligation à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes - ORA : Obligation remboursable en actions -
ORAN : Obligation à option de remboursement en actions ou en numéraire - OBSAREM : Obligation à bons de souscriptions d'actions remboursables -
TSRA : Titre subordonné remboursable en action - OCA : Obligation convertible en actions -
TSDI : Titre subordonné à durée indéterminée - TSDR : Titre subordonné de dernier rang - TSR : Titre subordonné remboursable -

TABLEAU XXI : Liste des émissions de titre de créance (en millions d'euros)

		TYPE DE	TAUX	NBRE DE	
N° VISA	ÉMETTEUR	TITRES	NOMINAL %	TITRES ÉMIS	MONTANT
ÉMISSIONS DE TITRES DE CRÉANCE					
2003-126	AÉROPORTS DE PARIS	OTF	4,1	300 000	299,7
2003-520	AGENCE FRANCAISE DE DÉVELOPPEMENT	OTF	3,875	300 000	298,8
2003-852	BANQUE FÉDÉRALE DES BANQUES POPULAIRE	TIT		50 000	49,8
2003-851	BANQUE FÉDÉRALE DES BANQUES POPULAIRE	TIT		50 000	49,8
2003-1051	BANQUE FÉDÉRALE DES BANQUES POPULAIRE	TSR	4,52	63 000	63,0
2003-860	BANQUE FÉDÉRALE DES BANQUES POPULAIRE	TSR	4,33	81 000	80,8
2003-505	BANQUE FÉDÉRALE DES BANQUES POPULAIRE	TSR	4,01	60 000	59,9
2003-848	BANQUE FÉDÉRALE DES BANQUES POPULAIRE	OTV		25 000	24,942
2003-662	BNP-PARIBAS	OTF	0	25 000	25,0
2003-849	BNP-PARIBAS	TIT		47 000	47,0
2003-694	BNP-PARIBAS	TIT		45 000	45,0
2003-694	BNP-PARIBAS	TIT		30 000	30,0
2003-662	BNP-PARIBAS	TIT		50 000	50,0
2003-662	BNP-PARIBAS	TIT		25 000	25,0
2003-516	BNP-PARIBAS	TSR	4,11	160 650	162,7
2003-798	CAISSE D'AMORTISSEMENT DE LA DETTE SOCIALE	TIT	3,8	520 000	520,0
2003-786	CAISSE D'AMORTISSEMENT DE LA DETTE SOCIALE	TIT		700 000	778,4
2003-137	CAISSE D'AMORTISSEMENT DE LA DETTE SOCIALE	TIT		350 000	404,6
2003-136	CAISSE D'AMORTISSEMENT DE LA DETTE SOCIALE	TIT		350 000	433,6
2003-122	CAISSE DE REFINANCEMENT DE L'HABITAT	OFTA	5,5	10 000	11,3
2003-1059	CAISSE DE REFINANCEMENT DE L'HABITAT	OTF	4,25	130 000 000	127,1
2003-1059	CAISSE DE REFINANCEMENT DE L'HABITAT	OTF	4	100 000 000	100,8
2003-1059	CAISSE DE REFINANCEMENT DE L'HABITAT	OTF	5	25 000 000	26,1
2003-922	CAISSE DE REFINANCEMENT DE L'HABITAT	OTF	5	85 000 000	89,2
2003-922	CAISSE DE REFINANCEMENT DE L'HABITAT	OTF	4,25	60 000 000	58,7
2003-828	CAISSE DE REFINANCEMENT DE L'HABITAT	OTF	4,25	180 000 000	176,0
2003-660	CAISSE DE REFINANCEMENT DE L'HABITAT	OTF	5	123 000 000	136,2
2003-558	CAISSE DE REFINANCEMENT DE L'HABITAT	OTF	5	560 000 000	623,8
2003-403	CAISSE DE REFINANCEMENT DE L'HABITAT	OTF	5	80 000 000	86,2
2003-265	CAISSE DE REFINANCEMENT DE L'HABITAT	OTF	5	330 000 000	354,1
2003-265	CAISSE DE REFINANCEMENT DE L'HABITAT	OTF	4	20 000 000	20,5
2003-189	CAISSE NATIONALE DES AUTOROUTES	OTF	4,5	500 000	497,2
2003-012	CAISSE NATIONALE DES CAISSES D'ÉPARGNE ET DE PRÉVOYANCE	TSR	4,39	417 546 300	421,6
2003-1024	CAISSE NATIONALE DES CAISSES D'ÉPARGNE ET DE PRÉVOYANCE	TSR	4,54	147 019 000	150,5
2003-559	CAISSE NATIONALE DES CAISSES D'ÉPARGNE ET DE PRÉVOYANCE	TSR	3,97	449 856 300	455,3
2003-308	CIF EUROMORTGAGE	OFTA		1 250 000	1 248,1
2003-022	CITIGROUP INC.	OTF	6,125	3 000	298,9

OTF : Obligation ordinaire à taux fixe - TIT : Titre indexé sur taux - TSR : Titre subordonné remboursable -
OFTA : Obligation foncière et titre assimilable - TSDI : Titre subordonné à durée indéterminée

		TYPE DE	TAUX	NBRE DE	
N° VISA	ÉMETTEUR	TITRES	NOMINAL %	TITRES ÉMIS	MONTANT
(suite)					
2003-022	CITIGROUP INC.	OTF	6,125	350 000	348,7
2003-022	CITIGROUP INC.	OTF	6,125	35 000	348,7
2003-596	COFACE	TIT		250 000	250,0
2003-1139	COMPAGNIE DE FINANCEMENT FONCIER	OFTA	2,75	250 000	250,2
2003-1117	COMPAGNIE DE FINANCEMENT FONCIER	OFTA	0	60 000	59,7
2003-1082	COMPAGNIE DE FINANCEMENT FONCIER	OFTA	2,75	1 000 000	997,3
2003-015	COMPAGNIE DE FINANCEMENT FONCIER	OFTA	3,625	1 500 000	1 496,3
2003-885	COMPAGNIE DE FINANCEMENT FONCIER	OFTA	0	90 000	93,4
2003-700	COMPAGNIE DE FINANCEMENT FONCIER	OFTA	4,5	200 000	199,7
2003-507	COMPAGNIE DE FINANCEMENT FONCIER	OFTA	3,625	250 000	260,4
2003-416	COMPAGNIE DE FINANCEMENT FONCIER	OFTA	4,5	1 000 000	988,7
2003-071	COMPAGNIE DE FINANCEMENT FONCIER	OFTA	4,25	1 000 000	994,6
2003-060	COMPAGNIE DE FINANCEMENT FONCIER	OFTA	3,625	500 000	505,1
2003-1057	COMPAGNIE GÉNÉRALE DES ETABLISSEMENTS MICHELIN.	TSDR		500 000	497,6
2003-688	CRÉDIT AGRICOLE S.A.	OTF		15 000	15,0
2003-968	CRÉDIT AGRICOLE S.A.	OTV		3 000	300,0
2003-968	CRÉDIT AGRICOLE S.A.	OTV		8 000	80,0
2003-968	CRÉDIT AGRICOLE S.A.	OTV		20 000	20,0
2003-688	CRÉDIT AGRICOLE S.A.	TIT		35 000	34,9
2003-688	CRÉDIT AGRICOLE S.A.	TIT		25 000	24,9
2003-1064	CRÉDIT AGRICOLE S.A.	TSDI	4,94	505 000 000	511,6
2003-585	CRÉDIT AGRICOLE S.A.	TSDI	0	496 600 000	505,5
2003-584	CRÉDIT AGRICOLE S.A.	TSDI	0	158 750 000	161,4
2003-064	CRÉDIT AGRICOLE S.A.	TSDI	5,16	636 000 000	643,6
2003-733	CRÉDIT FONCIER DE FRANCE	OTF	0	25 000	25,0
2003-1147	CRÉDIT FONCIER DE FRANCE	TIT		50 000	50,0
2003-1146	CRÉDIT FONCIER DE FRANCE	TIT		50 000	50,0
2003-757	CRÉDIT FONCIER DE FRANCE	TIT		40 000	40,0
2003-756	CRÉDIT FONCIER DE FRANCE	TIT		30 000	30,0
2003-732	CRÉDIT FONCIER DE FRANCE	TIT		35 000	35,0
2003-731	CRÉDIT FONCIER DE FRANCE	TIT		50 000	50,0
2003-965	CRÉDIT INDUSTRIEL ET COMMERCIAL	TIT		37 500	37,3
2003-928	CRÉDIT INDUSTRIEL ET COMMERCIAL	TIT		37 500	37,3
2003-486	CRÉDIT INDUSTRIEL ET COMMERCIAL	TSR	4,5	14 300	14,3
2003-1115	DEXIA CRÉDIT LOCAL	OTV	0	25 000	25,0
2003-1114	DEXIA CRÉDIT LOCAL	TIT		37 500	37,5
2003-1113	DEXIA CRÉDIT LOCAL	TIT		37 500	37,5

OTF : Obligation ordinaire à taux fixe - TIT : Titre indexé sur taux - OFTA : Obligation foncière et titre assimilable - TSDR : Titre subordonné de dernier rang - TSDI : Titre subordonné à durée indéterminée - OTV : Obligation ordinaire à taux variable -

		TYPE DE	TAUX	NBRE DE	
N° VISA	ÉMETTEUR	TITRES	NOMINAL %	TITRES ÉMIS	MONTANT
(suite)					
2003-761	DEXIA CRÉDIT LOCAL	TIT		50 000	50,0
2003-760	DEXIA CRÉDIT LOCAL	TIT		30 000	30,0
2003-751	DEXIA CRÉDIT LOCAL	TIT		40 000	40,0
2003-671	DEXIA CRÉDIT LOCAL	TIT		50 000	50,0
2003-916	DEXIA MUNICIPAL AGENCY	OFTA	2	1 000 000	996,0
2003-383	DEXIA MUNICIPAL AGENCY	OFTA	3,25	1 000 000	988,0
2003-357	DEXIA MUNICIPAL AGENCY	OFTA	4,25	500 000	501,7
2003-143	DEXIA MUNICIPAL AGENCY	OFTA	3,25	250 000	249,2
2003-119	DEXIA MUNICIPAL AGENCY	OFTA	5	109 000 000	117,7
2003-104	DEXIA MUNICIPAL AGENCY	OFTA	5,25	150 000	161,9
2003-095	DEXIA MUNICIPAL AGENCY	OFTA	3,25	1 000 000	993,5
2003-085	DEXIA MUNICIPAL AGENCY	OFTA	4,25	250 000	261,4
2003-963	ÉLECTRICITÉ DE FRANCE SERVICE NATIONAL	OTF	3,25	4 000	399,4
2003-963	ÉLECTRICITÉ DE FRANCE SERVICE NATIONAL	OTF	3,25	8 000	79,9
2003-963	ÉLECTRICITÉ DE FRANCE SERVICE NATIONAL	OTF	3,25	20 000	20,0
2003-962	ÉLECTRICITÉ DE FRANCE SERVICE NATIONAL	OTF	4,625	4 000	396,4
2003-962	ÉLECTRICITÉ DE FRANCE SERVICE NATIONAL	OTF	4,625	8 000	79,3
2003-962	ÉLECTRICITÉ DE FRANCE SERVICE NATIONAL	OTF	4,625	20 000	19,8
2003-345	ERAP	OTF	2,875	3 000 000	2 990,8
2003-344	ERAP	OTF	3,75	2 400 000	2 385,3
2003-212	ERAP	OTF	3,375	4 000 000	3 975,4
2003-067	GAZ DE FRANCE	OTF	4,75	1 250 000	1 243,7
2003-068	GAZ DE FRANCE	OTF	5,125	750 000	742,3
2003-1123	GAZ DE FRANCE	OTV	0	30 000	30,0
2003-570	LAGARDERE	OTF	4,75	100 000	101,0
2003-1031	LOCINDUS	OTF	5	100 000	99,9
2003-030	LYONNAISE DE BANQUE	TSR	4,77	60 000	59,9
2003-540	NATEXIS BANQUES POPULAIRES	OTF	0	17 000	17,0
2003-544	NATEXIS BANQUES POPULAIRES	TIT		17 000	16,9
2003-543	NATEXIS BANQUES POPULAIRES	TIT		17 000	16,9
2003-917	RADIAN	TSR	4,4	113 000 000	113,9
2003-475	RENAULT	OTF	4,625	750 000	747,1
2003-084	SAGESS	OTF	4,25	300 000	298,4
2003-1105	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE	TIT		25 000	25,0
2003-811	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE	TSR	4,56	120 000	119,8
2003-495	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE	TSR	4,62	11 000	126,6
2003-213	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE	TSR	4,6	100 000	100,0
2003-063	SOCIÉTÉ LYONNAISE DE BANQUE	TSDI	3,97	348 000 000	352,5
2003-476	SOFINCO	OTF		50 000	49,9

TIT : Titre indexé sur taux - OFTA : Obligation foncière et titre assimilable - OTF : Obligation ordinaire à taux fixe -
TSR : Titre subordonné remboursable - TSDI : Titre subordonné à durée indéterminée

		TYPE DE	TAUX	NBRE DE	
N° VISA	ÉMETTEUR	TITRES	NOMINAL %	TITRES ÉMIS	MONTANT
(suite)					
2003-476	SOFINCO	OTF		25 000	25,0
2003-476	SOFINCO	OTF		25 000	24,9
2003-801	UNEDIC	OTF	3,5	4 000 000	3 983,2
2003-235	VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIES	OTF		100 000	112,1
2003-650	VILLE D'AUBAGNE	OTF		32 100	32,1

TABLEAU XXII : Émissions de titres de créance pouvant donner accès au capital

ÉMETTEUR	N° VISA	TYPE DE TITRES	TAUX NOMINAL	PRIX	NBRE DE TITRES ÉMIS	MONTANT
ÉMISSIONS DE TITRES DE CRÉANCE						
SAVEUR DE FRANCE	2003-1083	OBSAREM	-	500	27 600	13,8
QUANTEL	2003-877	OBSAREM	-	57	32 280	1,8
GFI INFORMATIQUE	2003-702	OBSAREM	-	107	443 260	47,4
ASSYSTEM	2003-267	OBSAREM	-	250	160 000	40,0
NORD EST	2003-806	OCA	5 %	2	268 319	0,5
	2003-806	OCA	5 %	4	134 156	0,5
	2003-155	OCA	3,5 %	3	2 666 667	8,0
	2003-806	ORA	4	4	402 474	1,6
SR TÉLÉPHONE	2003-1069	OCEANE	3,25 %	21,1	7 521 326	158,7
INFOGRAMMES ENTERTAINMENT	2003-971	OCEANE	-	0	10 955 900	5,8
	2003-971	OCEANE	-	0	263 409	11,5
ACCOR	2003-902	OCEANE	1,75 %	40,25	15 304 348	616,0
VALEO	2003-707	OCEANE	2,375 %	46,4	9 975 754	462,9
PUBLICIS GROUPE	2003-646	OCEANE	0,75 %	29	23 172 413	672,0
CAP GEMINI	2003-607	OCEANE	2,5 %	51	9 019 607	460,0
ESSILOR INTERNATIONAL	2003-580	OCEANE	1,5 %	51,15	6 040 212	309,0
ALCATEL	2003-508	OCEANE	4,75 %	16,18	63 192 019	1 022,4
PINAULT-PRINTEMPS-REDOUTE	2003-414	OCEANE	2,5 %	86,36	12 500 000	1 079,5
	2003-003	OCEANE	3,75 %	44	6 011 362	264,5
DURAN	2003-883	ORA	-	8	1 250 000	10,0
GROUPE FL	2003-809	ORA	3 %	3,4	10 000 000	34,0
AFFINE	2003-790	ORA	-	10000	2 000	20,0
AXA	2003-807	ORAN	-	12,75	110 245 309	1 405,6
ALSTOM	2003-1023	OSRA	2 %	1,4	643 795 472	901,3
OPTIMS	2003-774	TCRAE	-	0,5	2 400 000	1,2
CRÉDIT AGRICOLE S.A.	2003-092	TDIRA	7 %	14100	430 705	6 072,9
ALSTOM	2003-1023	TSSDRA	-	1,25	240 000 000	300,0

OTF : Obligation ordinaire à taux fixe - OBSAREM : Obligation à bons de souscriptions d'actions remboursables - OCA : Obligation convertible en actions - OCEANE : Obligation à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes - ORA : Obligation remboursable en actions - ORAN : Obligation à option de remboursement en actions ou en numéraire - OSRA : Obligation subordonnée remboursable en actions - TCRAE : Titre de créance remboursable en actions et/ou en espèces - TIDRA : Titre à durée indéterminée remboursable en actions - TSSDRA : Titre subordonné à durée déterminée remboursable en actions

1.2

Les admissions au compartiment international de la cote

TABLEAU XXIII : Émissions de certificats (en millions d'euros)

	2003		2002		VARIATION	STRUCTURE	
	VALEUR	NBRE DE VISA ¹	VALEUR	NBRE DE VISA ¹		2003	2002
CERTIFICATS INDEXÉS SUR :							
Actions	43,941	10	24,443	9	+79,8%	6%	15%
L'indice CAC40	190,783	38	139	14	+37,3%	28%	85%
Un autre indice ou un panier d'indice	425,601	19				63%	
Un indice européen							
Un panier d'actions	20,4	1					
Un indice sectoriel							
Sur indice privé							
TOTAL GENERAL	680,73	68	163,44	23	+316,5%	100%	100%

Source : AMF

1 : un visa peut comporter plusieurs tranches

TABLEAU XXIV : Liste des admissions de certificats

ÉMETTEUR	N° VISA	CERTIFICAT INDEXÉ SUR	PRIX €	MONTANT (M. €)
RÉPARTITION PAR TYPE DE TITRES				
BNP PARIBAS ARBITRAGE ISSUANCE BV	2003-840	ACTIONS	17,95	1,795
	2003-840	ACTIONS	49,37	4,937
	2003-840	ACTIONS	48,75	4,875
	2003-840	ACTIONS	23,96	2,396
	2003-840	ACTIONS	63,58	6,358
	2003-840	ACTIONS	37,13	3,713
	2003-840	ACTIONS	16,37	1,637
	2003-840	ACTIONS	19,56	1,956
	2003-840	ACTIONS	144,45	14,445
	2003-840	ACTIONS	18,29	1,829
	2003-768	INDICE CAC 40	70	7
	2003-768	INDICE CAC 40	25	2,5
	2003-768	INDICE CAC 40	120	12
	2003-768	INDICE CAC 40	135	13,5
	2003-768	INDICE CAC 40	60	6
	2003-768	INDICE CAC 40	12	1,2
CA INDOSUEZ DERIVATIVE PRODUCTS PLC	2003-768	INDICE CAC 40	150	15
	2003-768	INDICE CAC 40	95	9,5
	2003-768	INDICE CAC 40	90	9
	2003-768	INDICE CAC 40	160	16
	2003-082	INDICE CAC 40	91,07	4,5535
	2003-758	INDICE CAC 40	85,5	4,275
	2003-082	AUTRE INDICE EUROPÉEN	67,77	20,331
	2003-082	AUTRE INDICE EUROPÉEN	82,59	24,777

ÉMETTEUR	N° VISA	CERTIFICAT INDEXÉ SUR	PRIX €	MONTANT (M. €)
RÉPARTITION PAR TYPE DE TITRES				
CA INDOSUEZ DERIVATIVE PRODUCTS PLC	2003-082	AUTRE INDICE EUROPÉEN	76,34	22,902
	2003-082	AUTRE INDICE EUROPÉEN	69,23	20,769
	2003-082	AUTRE INDICE EUROPÉEN	57,21	17,163
	2003-082	AUTRE INDICE EUROPÉEN	54,88	16,464
	2003-082	AUTRE INDICE EUROPÉEN	36,75	11,025
CA INDOSUEZ DERIVATIVE PRODUCTS PLC	2003-1129	INDICE CAC 40	88,6	4,43
	2003-082	INDICE CAC 40	87,44	4,372
	2003-758	INDICE CAC 40	76,45	3,8225
	2003-1129	INDICE CAC 40	68,25	3,4125
	2003-082	INDICE CAC 40	78,92	3,946
	2003-758	INDICE CAC 40	76,3	3,815
	2003-1129	INDICE CAC 40	52,25	2,6125
	2003-082	INDICE CAC 40	69,5	3,475
	2003-758	INDICE CAC 40	65,5	3,275
	2003-1129	INDICE CAC 40	55,65	2,7825
	2003-082	INDICE CAC 40	85,86	4,293
	2003-758	INDICE CAC 40	82,55	4,1275
	2003-1129	INDICE CAC 40	63,45	3,1725
	2003-082	INDICE CAC 40	81,89	4,0945
	2003-758	INDICE CAC 40	72,6	3,63
	2003-1129	INDICE CAC 40	75,25	3,7625
	2003-082	INDICE CAC 40	72,78	3,639
	2003-758	INDICE CAC 40	61,95	3,0975
	2003-1129	INDICE CAC 40	65,55	3,2775
	2003-082	INDICE CAC 40	63,54	3,177
	2003-082	INDICE CAC 40	81,64	4,082
	2003-082	INDICE CAC 40	76,25	3,8125
	2003-082	INDICE CAC 40	67,54	3,377
	2003-082	INDICE CAC 40	58,6	2,93
	2003-082	INDICE CAC 40	45,85	2,2925
	2003-082	INDICE CAC 40	30,93	1,5465
	2003-758	AUTRE INDICE EUROPÉEN	61,95	18,585
	2003-758	AUTRE INDICE EUROPÉEN	89,65	26,895
	2003-758	AUTRE INDICE EUROPÉEN	82,55	24,765
	2003-758	AUTRE INDICE EUROPÉEN	72,95	21,885
	2003-758	AUTRE INDICE EUROPÉEN	66,05	19,815
	2003-082	AUTRE INDICE EUROPÉEN	94,57	28,371
	2003-082	AUTRE INDICE EUROPÉEN	90,93	27,279
	2003-082	AUTRE INDICE EUROPÉEN	85,8	25,74
	2003-082	AUTRE INDICE EUROPÉEN	75,08	22,524
	2003-082	AUTRE INDICE EUROPÉEN	90,1	27,03
	2003-082	AUTRE INDICE EUROPÉEN	85,19	25,557
	2003-082	AUTRE INDICE EUROPÉEN	79,08	23,724
SOCIÉTÉ GÉNÉRALE	2003-1068	UN PANIER D'ACTIONS	100	30

TABLEAU XXV : Admissions de warrants par type de sous-jacents (en millions d'euros)

	2003		2002		VARIA	STRUCTURE	
	VALEUR	NBRE*	VALEUR	NBRE*		2003	2002
PRODUITS ACTIONS OU À CARACTÈRE ACTION	28 018,68	160,00	57 924,85	249	-51,6%	95,0%	86,2%
ACTIONS	14 014,28	62,00	31 816,12	122	-56,0%	52,2%	42,2%
Actions françaises	1617,5	4	1 176,35	17	+37,5%	1,9%	5,9%
Actions zone euro	196,5	9	1135,58	12	-82,7%	1,9%	4,2%
Actions étrangères H.Z.E. **	39,6	1	190,34	7	-79,2%	0,3%	2,4%
Panier d'actions françaises	6581,83	21	17 556,35	43	-62,5%	28,8%	14,9%
Panier d'actions zone euro	3236,8	14	10128,9265	31	-68,0%	16,6%	10,7%
Panier d'actions étrangères H.Z.E.**	1701,95	5	762,57	6	+123,2%	1,3%	2,1%
Panier d'actions internationales	640,1	8	866,00	6	-26,1%	1,4%	2,1%
INDICES BOURSIERS	14 004,40	98	26 108,74	127	-46,4%	42,8%	43,9%
INDICES BOURSIERS FRANÇAIS	13 038,14	57,00	23 701,19	73	-45,0%	38,9%	25,3%
CAC 40	13038,135	57	23 701,19	73	-45,0%	38,9%	25,3%
INDICES BOURSIERS ÉTRANGERS	966,27	40,00	2 407,55	54	-59,9%	3,9%	18,7%
Indice S&P 500	11,05	1	148,33	2	-92,6%	0,2%	0,7%
Indice Nikkei 225	164,63	10	361,87	15	-54,5%	0,6%	5,2%
Indice DAX	74,3	1	159,38	2	-53,4%	0,3%	0,7%
Indice FTSE 100	13,98	1	-	-	-	-	0,0%
Indice STOXX	133,5	1	82,35	2	+62,1%	0,1%	0,7%
Indices DJIA	132,475	10	824,555	11	-83,9%	1,4%	3,8%
Indices Nasdaq			276,34	4	-100,0%		1,4%
Autres	353,33	15	554,73	18	-36,3%	0,9%	6,2%
ÉCARTS	83	1	-	-	-	-	-
PRODUITS DE TAUX							
Emprunts d'État Français	-	-	-	-	-	-	-
TAUX DE CHANGE	5 613,94	37,00	2 850,62	35	+96,9%	4,7%	12,1%
Euro/USD	5499,431	25	2 106,62	19	+161,1%	3,5%	6,6%
Euro/JPY	74,265	6	400,99	9	-81,5%	0,7%	3,1%
Euro/GBP	4,005	1	72,06	2	-94,4%	0,1%	0,7%
USD/JPY	36,24	5	270,95	5	-86,6%	0,4%	1,7%
INFLATION SUR CONTRATS DÉRIVÉS	67,4	4	215,6	5	-68,7%	-	1,7%
AUTRES	16,55	2	-	-	-	0,0%	0,0%
TOTAL	33 716,57	202	60 991,07	289	-44,7%	100%	100,0%

* Nombre de tranches (un visa peut comporter plusieurs tranches).

** H.Z.E. Hors Zone Euro

1.3 Le marché secondaire

TABLEAU XXVI : Transactions sur titres de créance (en milliards d'euros)

	2003		2002	
	MONTANT	VARIATION	MONTANT	VARIATION
TRANSACTIONS				
TRANSACTIONS CAC				
Emprunts d'Etat.	1,376	-54%	2,965	-78%
Secteur public	0,541	-51%	1,111	-73%
Obligations privées	2,500	-19%	3,070	-52%
Obligations Etrangères	0,793	-59%	1,921	-88%
FCC	0,012	-45%	0,022	-83%
Obligations foncières	0,108	-84%	0,692	-33%
Warrants	4,710	-69%	15,069	+243%
Titres participatifs	0,195	+18%	0,166	+1%
Obligations convertibles	3,292	-71%	11,181	+169%
Certificats indexés.	0,417	+494%	0,070	-97%
TOTAL	13,94	-62%	36,27	-31%
TRANSACTIONS ELECTRONIC ORDER BOOK				
Emprunts d'Etat	0,919	-18%	1,117	-11%
Secteur public	0,376	-23%	0,488	-30%
Obligations privées	2,400	-3%	2,482	+14%
Obligations Etrangères	0,546	+128%	0,239	-97%
FCC	0,005	-61%	0,013	-54%
Obligations foncières	0,056	-31%	0,081	-27%
Titres participatifs	0,158	+25%	0,127	+15%
Obligations convertibles	1,848	-25%	2,457	-9%
TOTAL	6,309	-10%	7,004	-51%

Source : Euronext-Paris

TABLEAU XXVII : Capitalisation boursière des titres de créance (en milliards d'euros)

	31/12/2003		31/12/2002	
	MONTANT	VARIATION	MONTANT	VARIATION
CAPITALISATION BOURSIÈRE				
TOTAL	809	-1,1%	818	-2,8%
dont emprunts d'État	557	+8,6%	513	-0,1%

Source : Euronext-Paris

1.4

L'évolution des taux

TABLEAU XXVIII : Évolution des taux d'intérêt (en millions d'euros)

	31/12/2003		31/12/2002	
	MONTANT	VARIATION ¹	MONTANT	VARIATION ¹
ÉVOLUTION DES TAUX D'INTÉRÊT				
CNO-TEC10	4,30	+5,1%	4,09	-17,7%
TMO secteur public	4,60	-1,3%	4,66	-12,9%
TMO secteur privé	4,60	-1,3%	4,66	-8,3%
TME	4,36	-1,6%	4,43	-12,3%
TMB	2,07	-27,6%	2,86	-12,3%
Euribor 3 mois	2,12	-27,8%	2,94	-12,0%
EONIA	2,32	-25,1%	3,10	-8,4%

Source : Fininfo

¹ : Variation en % par rapport à la fin d'année précédente

TABLEAU XXIX : Évolution des indices de performance CNO ETRIX (base 100 31/12/98)

	31/12/2003		31/12/2002	
	MONTANT	VARIATION ¹	MONTANT	VARIATION ¹
ÉVOLUTION DES INDICES DE PERFORMANCE CNO ETRIX (BASE 100 31/12/98)				
Indice général	125,95	+4,0%	121,14	+10,4%
1 à 3 ans	123,82	+3,3%	119,84	+7,0%
7 à 10 ans	126,27	+4,5%	120,87	+15,6%

Source : Caisse des Dépôts et Consignations

¹ : Variation en % par rapport à la fin d'année précédente

TABLEAU XXX : Offres publiques sur titres de créance (en millions d'euros)

	2003		MONTANT 2002
	MONTANT	NOMBRE D'EMPRUNTS VISÉS	
OFFRES PUBLIQUES SUR TITRES DE CRÉANCE			
Offres publiques d'achat (OPA)	342,3	3	1 057,8
Offres publiques d'échange (OPE)	-	6	-
TOTAL	342,3	9	1 057,8

Source : AMF

TABLEAU XXXI : Offres publiques sur titres de créance (en millions d'euros)

INITIATEUR	OUVERTURE	TYPE D'OFFRE	TYPE DE TITRES	MONTANT
OFFRES PUBLIQUES SUR TITRES DE CRÉANCE				
Lafarge	18/10/03	OPE	Offre d'échange de 6 lignes obligataires émises par Lafarge contre une ligne obligataire d'échéance décembre 2013 d'un montant nominal de 500 M€	-
Alcatel	13/06/03	OPA	Obligations de 3 emprunts 5,75% FRF Févr. 2004, 5% € Oct. 2004 et 5,875% € Sept. 2005	342,30

2 Comparaisons internationales

TABLEAU XXXII : Transactions boursières sur titres de créance (en millions d'euros)

Les statistiques de transactions doivent être comparées avec prudence, car les marchés n'ont jamais pu les harmoniser. Les statistiques d'activité des bourses de valeurs peuvent être présentées selon deux approches :

Système central : la première, dite "Trading System View" recense les opérations issues directement et exclusivement d'un système de négociation (ou d'un marché à la criée) ;

Système globaux : la seconde, dite "Regulated Environment View" comptabilise les opérations issues soit des déclarations effectuées par les intermédiaires auprès d'une autorité de marché, soit des opérations de dénouement réalisées par les différentes filières.

	2003		2002		VARIATION 2003	
	SYST. GLOBAUX	SYST. CENTRAUX	SYST. GLOBAUX	SYST. CENTRAUX	SYST. GLOBAUX	SYSTÈMES CENTRAUX
TRANSACTIONS BOURSIÈRES SUR TITRES DE CRÉANCE						
NYSE	-	2 220	-	3 862,40	-	-42,52%
Tokyo	-	4 552	-	15 488	-	-70,61%
Londres	1 915 137	-	1 785 274	-	7,27%	-
Euronext	23 462	12 506	-	36 796	-	-66,01%
Deutsche Börse	399 553	-	435 312	-	-8,21%	-
Luxembourg	157 588	22 879	1 241	-	nd	-
Zurich	157 588	22879	237 838	-	-33,74%	-
Madrid	2 520 044	436 368	-	-	nd	-
Milan	148 873	87 500	159 770	-	-6,82%	-

Source : Tableau de bord international AMF et FIBV

C

Les marchés dérivés en 2003

TABLEAU XXXIII : Nombre de contrats négociés sur les marchés dérivés

	NOMBRE DE CONTRATS SUR LES MARCHÉS DÉRIVÉS				
	MONTANT 2003	MONTANT 2002	VARIATION	STRUCT. 2003	STRUCT. 2002
LES MARCHÉS DÉRIVÉS					
CONTRATS FERMES	29 331 547	26 617 961	10,2%	10,56%	7,45%
CAC40 - 10 Euros	29 319 624	26 411 321	11,0%	10,55%	7,39%
DJ EURO STOXX indices sectoriels	0	34	--	0,00%	0,00%
DJ EURO STOXXSM50	11 866	187 623	-93,7%	0,00%	0,05%
DJ STOXX600 indices sectoriels	0	0	0,0%	0,00%	0,00%
DJ STOXXL & M indices sectoriels	0	0	0,0%	0,00%	0,00%
DJ STOXXSM 50	6	1 896	-99,7%	0,00%	0,00%
Euribor 3 mois	51	5 910	-99,1%	0,00%	0,00%
Euro 5 ans	0	4	--	0,00%	0,00%
Euro Notionnel	0	11 173	--	0,00%	0,00%
CONTRATS D'OPTIONS	248 155 450	330 510 900	-24,9%	89,30%	92,45%
CAC40	73 668 131	84 342 670	-12,7%	26,51%	23,59%
Euro DJ STOXXSM 50	0	0	0,0%	0,00%	0,00%
DJ STOXXSM 50	0	346	--	0,00%	0,00%
DJ STOXXSM Indices sectoriels	0	0	0,0%	0,00%	0,00%
sur actions américaines	145 158 831	201 058 708	-27,8%	52,24%	56,24%
sur actions européennes	29 321 463	45 109 176	-35,0%	10,55%	12,62%
Tracker CAC40 Master Unit	3 074	0	0,0%	0,00%	0,00%
Tracker DJ EURO STOXX 50 Master unit	3 951	0	0,0%	0,00%	0,00%
TOTAL CONTRATS FINANCIERS	277 486 997	357 128 861	-22,3%	99,86%	99,89%
CONTRATS FERMES	380 269	373 489	1,8%	0,14%	0,10%
Colza	174 538	165 462	5,5%	0,06%	0,05%
Blé n° 2	114 758	107 602	6,7%	0,04%	0,03%
Maïs	90 973	98 654	-7,8%	0,03%	0,03%
Graine de Tournesol	0	1 629	--	0,00%	0,00%
Vin	0	142	--	0,00%	0,00%
CONTRATS D'OPTIONS	14 646	11 513	27,2%	0,01%	0,00%
Options sur contrat colza	7 003	9 834	-28,8%	0,00%	0,00%
Option sur contrat blé	7 643	1 679	++	0,00%	0,00%
TOTAL CONTRATS SUR MARCHANDISES	394 915	385 002	2,6%	0,14%	0,11%
TOTAL GÉNÉRAL	277 881 912	357 513 863	-22,3%	100,00%	100,00%

Source : Euronext Paris

TABLEAU XXXIV : Positions ouvertes des contrats négociés sur les marchés dérivés

POSITIONS OUVERTES DES CONTRATS NÉGOCIÉS SUR LES MARCHÉS DÉRIVÉS					
	MONTANT 2003	MONTANT 2002	VARIATION	STRUCT. 2003	STRUCT. 2002
LES MARCHÉS DÉRIVÉS					
CONTRATS FERMES	441 949	514 423	-14,09%	0,97%	0,89%
CAC40 - 10 euros	441 949	513 084	-13,86%	0,97%	0,89%
DJ EURO STOXX indices sectoriels	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
DJ EURO STOXXSM50	0	691	--	0,00%	0,00%
DJ STOXX600 indices sectoriels	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
DJ STOXXL&M indices sectoriels	0	0	0	0,00%	0,00%
DJ STOXXSM 50	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
Euribor 3 mois	0	648	--	0,00%	0,00%
Euro 5 ans	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
Euro Notionnel	0	0	0	0,00%	0,00%
CONTRATS D'OPTIONS	45 082 075	57 062 433	-21,00%	98,96%	99,06%
CAC40	6 971 843	11 193 802	-37,72%	15,30%	19,43%
Euro DJ STOXXSM 50	0	0	0	0,00%	0,00%
DJ STOXXSM 50	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
DJ STOXXSM Indices sectoriels	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
sur actions américaines	15 917 505	15 112 925	5,32%	34,94%	26,23%
sur actions européennes	22 192 628	30 755 706	-27,84%	48,71%	53,39%
Tracker CAC40 Master Unit	69	0	0,00%	0,00%	0,00%
Tracker DJ EURO STOXX 50 Master unit	30	0	0,00%	0,00%	0,00%
TOTAL CONTRATS FINANCIERS	45 524 024	57 576 856	-20,93%	99,93%	99,95%
CONTRATS FERMES	25 910	23 393	10,76%	0,06%	0,04%
Colza	9 309	13 924	-33,14%	0,02%	0,02%
Blé n° 2	9 564	4 802	99,17%	0,02%	0,01%
Maïs	7 037	4 667	50,78%	0,02%	0,01%
Graine de Tournesol	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
Vin	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
Contrats d'options	7 349	5 833	25,99%	0,02%	0,01%
Options sur contrat colza	3 062	4 445	-31,11%	0,01%	0,01%
Option sur contrat blé	4 287	1 388	208,86%	0,01%	0,00%
TOTAL CONTRATS SUR MARCHANDISES	33 259	29 226	13,80%	0,07%	0,05%
TOTAL GÉNÉRAL	45 557 283	57 606 082	-20,92%	100,00%	100,00%

Source : Euronext Paris

2

ANNEXE 2 LA COOPÉRATION INTERNATIONALE

- p. 226 TABLEAU I :
Accord de reconnaissance COB-CFTC
- p. 227 TABLEAU II :
Liste des marchés reconnus
- p. 229 TABLEAU III :
Marchés réglementés des pays membres
de l'Espace économique européen
- p. 231 TABLEAU IV :
Liste des accords et conventions signés
par la COB avec ses homologues étrangers

La continuité des engagements internationaux de la COB est prévue par les dispositions transitoires de la Loi de sécurité financière n° 2003-706 du 1^{er} août 2003. Ceux-ci sont donc pleinement repris par l'AMF.

TABLEAU I : Accord de reconnaissance COB-CFTC :
Contrats à terme et d'options français commercialisables aux États-Unis¹

ACCORD DE RECONNAISSANCE COB-CFTC		
Euro notionnel	●	●
Euro 5 ans	●	●
Graines de colza	●	●
Blé de meunerie n° 2	●	●
Maïs	●	
Indice CAC 40 ®	●	

● CONTRAT À TERME FERME ● CONTRAT D'OPTION SUR CONTRAT À TERME FERME

¹
En application
de l'accord de
reconnaissance
mutuelle signé entre
la COB et la CFTC.

TABLEAU II : Liste des marchés reconnus.

Par arrêtés du ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie en application des articles L.422-1 et L.423-1 du code

LISTE DES MARCHÉS RECONNUS				
MARCHÉ	DATE DE RECONNAISSANCE	ANNÉE DE CRÉATION	PRINCIPAUX BIENS ÉCHANGÉS	
ETAT-UNIS ¹				
Amex Commodities Corporation, New York (ACC)	20/09/1991	1985	Tous les contrats négociés sur ce marché sont dormants. L'ACC n'est pas opérationnel actuellement.	
Cantor Financial Futures Exchange, (CX)	11/10/1999	1998	Bons du Trésor américain.	
Chicago Board of Trade, (CBOT)	20/09/1991	1848	Céréales, Bons du Trésor américain, produits de taux et indices de marchés.	
Mid America Commodity Exchange, (MIDAM)	20/09/1991	1868	Soja, blé et maïs.	
Chicago Mercantile Exchange, (CME)	20/09/1991	1919	Bétail, produits frais, indices de marché, produits de taux, devises.	
Kansas City Board of Trade, (KCBT)	20/09/1991	1856	Blé, gaz naturel et indices de marchés.	
Minneapolis Grain Exchange, (MGE)	20/09/1991	1881	Céréales.	
NEW-YORK BOARD OF TRADE (NYBOT)				
Coffee, Sugar and Cocoa Exchange Inc., (CSCE)	20/09/1991	1882	Sucre, café et cacao.	
New York Cotton Exchange, (NYCE)	20/09/1991	1870	Coton.	
New York Futures Exchanges	20/09/1991	1979	Devises et indices de marché.	
NYMEX-COMEX				
New York Mercantile Exchange, (NYMEX)	20/09/1991	1956	Produits d'énergie.	
Commodity Exchange Inc., New York (COMEX)	20/09/1991	1933	Métaux.	
Twin Cities Board of Trade, Minneapolis (TCBT)	20/09/1991	1991	Le TCBT n'est pas actuellement opérationnel. Le seul contrat autorisé a été celui du Cross rate future Livre britannique/Deutsche Mark, dont la négociation n'a jamais eu lieu.	
Philadelphia Board of Trade Inc., (POBT)	20/09/1991	1986	Devises.	
ROYAUME-UNI				
International Petroleum Exchange (IPE)	20/01/2000	1980	Dérivés sur le marché de l'énergie et des hydrocarbures.	
UK Power Exchange (UKPX)	10/10/2001	2000	Dérivés sur le marché de l'électricité.	
PULPEX	10/10/2001	-	Dérivés sur la pâte à papier.	
SUISSE				
Bourse suisse	2/04/1999	-	Valeurs mobilières et produits dérivés.	
Eurex Zurich AG	25/11/1999	1998	Produits dérivés.	
SINGAPOUR				
Singapore Exchange Derivatives Trading Ltd (SGX-DT)	11/04/2000	1999	Valeurs mobilières et produits dérivés.	

1 : Ces marchés figurent également dans l'annexe B de l'accord de reconnaissance mutuelle signé le 6 juin 1990 entre la COB et la *Commodity Futures Trading Commission* des États-Unis

monétaire et financier. (Hors marchés réglementés de l'EEE).

REMARQUES

www.amex.com

Le CX est une *joint venture* du NYBOT et du Cantor Fitzgerald & Co. Il dispose de sa propre plate-forme électronique de négociation. Pas d'activité de négociation depuis 2001.
www.cantor.com

Le CBOT était à l'origine un marché de marchandises. La négociation de produits dérivés y a débuté en 1865 et concernait les biens agricoles. Dissout en juillet 2003.

Le MIDAM est une filiale du CBOT. Il permet la négociation des mêmes contrats que le CBOT mais sur de moindres quantités.

Le CME a été créé sous le nom de Chicago Butter and Egg Board, en 1898. Devenu le CME en 1919, il permet la négociation de contrats d'options sur différents produits agricoles.
www.cme.com

Le KCBT a été créé par les commerçants de Kansas City afin de faciliter le commerce des céréales. Le commerce des contrats à terme sur les céréales y a débuté en 1876. www.kcbt.com

Le MGE a été créé en 1881 par la chambre de commerce de Minneapolis afin de promouvoir le commerce des céréales et de favoriser la transparence des échanges. www.mgex.com

En 1998, le CSCE et le NYCE (qui est propriétaire du Citrus Associates, du Finex et du NYFE) ont fusionné pour donner naissance au NYBOT.
www.nybot.com

Le NYMEX a été fondé en 1872 sous le nom de *Butter and Cheese Exchange of New York*. Le COMEX a été créée en 1933 à la suite de la fusion du Rubber Exchange of New York, du National Raw Silk Exchange, et du New York Hide Exchange. Depuis 1994, le COMEX est devenu une filiale du NYMEX.
www.nymex.com

www.tcbt.com

Le PBOT est une filiale du Philadelphia Stock Exchange. Aucune transaction n'a eu lieu sur ce marché depuis fin 1999.
www.phlx.com

L'IPE est un marché de produits dérivés d'énergie. www.theipe.com
Crée en mai 2000, l'UKPX est un marché portant sur la livraison d'électricité sur le réseau couvrant l'Angleterre et le Pays de Galle. www.ukpx.com
Le PULPEX est un marché à terme offrant à la négociation des contrats à terme et d'options sur la pâte à papier.
www.omgroup.com

www.swx.com
Né de la fusion de la SOFFEX (Swiss Options and Financial Futures Exchange) et de la DTB (Deutsche Terminbörse).
www.eurexchange.com

Le SGX-DT a été créée en 1999, à la suite de la fusion du Stock Exchange of Singapore (SES) et du Singapore International Monetary Exchange (SIMEX).
www.ses.com.sg

TABLEAU III : Marchés réglementés des pays membres de l'Espace économique européen

ALLEMAGNE			
Berliner Wertpapierbörse	Amtlicher Handel	Geregelter Markt	-
Bremer Wertpapierbörse	Amtlicher Handel	Geregelter Markt	-
Düsseldorfer Börse	Amtlicher Handel	Geregelter Markt	-
Frankfurter Wertpapierbörse	Amtlicher Handel	Geregelter Markt	Neuer Markt
Hanseatische Wertpapierbörse Hamburg	Amtlicher Handel	Geregelter Markt	-
Niedersächsische Börse zu Hannover	Amtlicher Handel	Geregelter Markt	-
Bayerische Börse	Amtlicher Handel	Geregelter Markt	-
Baden-Württembergische Wertpapierbörse	Amtlicher Handel	Geregelter Markt	-
Eurex Deutschland	-	-	-
AUTRICHE			
Amtlicher Handel,	Marché Officiel		
Amtlicher Handel NEWEX	Marché Officiel		
Geregelter Freiverkehr	Marché Semi-Officiel		
Geregelter Freiverkehr NEWEX	Marché Semi-Officiel		
BELGIQUE			
Le Premier, le Second marché et le Nouveau marché des <i>trading facilities</i> de la Bourse de valeurs mobilières d'Euronext Bruxelles			
Marché des instruments dérivés d'Euronext Bruxelles			
Le marché secondaire hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie			
Nasdaq Europe : <i>European Association of Securities Dealers Automated Quotation</i>			
DANEMARK			
Københavns Fondsbørs : marchés des actions, obligataire, des produits dérivés			
Xtramarket : marché autorisé pour les parts non cotées de fonds de placement (OPCVM) et d'associations à but déterminé			
Dansk Autoriseret Markedsplads A/S (DAMP) (Marché autorisé SA : opérations sur valeurs mobilières admises à la négociation, mais non admises à la cote)			
ESPAGNE			
Las Bolsas de Valores de Barcelona, Bilbao, Madrid y Valencia (toutes les bourses comprennent un Premier marché, un Second marché et un Nouveau marché)			
Los mercados oficiales de Productos Financieros Derivados : Meff Renta Fija, SA et Meff Renta Variable, SA			
Mercados FC & M de Futuros y Opciones sobre Cítricos			
AIAF, Mercado de Renta Fija, SA			
Mercado de Deuda Pública en Anotaciones			
FINLANDE			
Arvopaperipörssi (Bourse) : Päälista (Marché principal des actions et des obligations)			
I-, NM- ja Prelista (marchés parallèles I-, NM- et pré-marché pour actions et obligations)			
Optioyhteisö (Société options), (Bourse des produits dérivés et organisme de compensation).			
FRANCE			
Euronext Paris : Premier marché (marché officiel), Second marché, Marché des EDR (European Depositary Receipts)			
Nouveau Marché			
MATIF			
MONEP			
IRLANDE			
Bourse irlandaise comprenant : official list, exploration securities market, developing companies market, developing companies, ITEQ			

GRÈCE

Bourse d'Athènes/Centre boursier de Thessalonique (plate-forme pour opérations à distance) : marché principal, marché parallèle, marché parallèle pour marchés émergents, nouveau marché

Bourse des produits dérivés d'Athènes (A.D.EX.)

Marché secondaire électronique (HDAT)

ISLANDE

Iceland Stock Exchange (marché officiel)

Marché hors cote réglementé (pas de cote officielle)

ITALIE

Bourse comprenant : marchés électroniques des actions (MTA), des warrants couverts (MCW), des obligations et des titres publics (MOT), des euro-obligations, des obligations étrangères et des titres garantis par des actifs (EuroMOT), des options traditionnelles (MPR)
Marché après heure d'ouverture (TAH)

Mercato Ristretto (second marché)

Marché des produits dérivés (IDEM)

Nuovo Mercato (Nouveau marché-NM)

Marché des produits dérivés de titres des pouvoirs publics italiens (MIF)

Marché de gros des titres des pouvoirs publics (MTS)

Marché de gros des obligations de sociétés et d'organisations internationales

LUXEMBOURG

Bourse de Luxembourg : marché principal, marché obligataire international

NORVÈGE

Oslo Stock Exchange : marchés des actions, des produits dérivés, obligataire

PAYS-BAS

Bourse Euronext d'Amsterdam (AEX) : marché principal, domestique des titres non cotés, de produits dérivés

Euronext Amsterdam derivatives market

PORTUGAL

Mercado de Cotações Oficiais (Marché officiel)

Segundo Mercado (Second marché)

Novo Mercado (Nouveau marché)

Mercado de Futuros e Opções (marché des futures et des options)

MEDIP – Mercado Especial de Dívida Pública (marché spécial des titres publics)

ROYAUME-UNI

The Domestic Equity Market – The European Equity Market – The Gilt Edged and Sterling Bond Market – The Alternative Investment Market (AIM)

International retail service – International order book – The London International Financial Futures and Options Exchange ("LIFFE")

OM London

Virt-X

Coredeal MTS

Jiway

SUÈDE

OM Stockholmsbörsen AB : "A-list", "OTC-list" (PME), "O-list" (sociétés non cotées)

Nordic Growth Market

Aktietorget

TABLEAU IV : Liste des accords et conventions signés par la COB avec ses homologues étrangers

SIGNATURE	BM ¹	JO ²	TYPE D'ACCORD
LISTE DES ACCORDS ET CONVENTIONS SIGNÉS PAR LA COB AVEC SES HOMOLOGUES ÉTRANGERS			
14/12/89	n° 231 déc. 89	-	Accord d'assistance mutuelle
6/06/90	n° 231 déc. 89	-	Accord d'assistance mutuelle
31/01/92	n° 255 juin 90	-	Accord de coopération et d'échange d'informations
31/01/92	n° 255 fév. 92	-	Accord de coopération et d'échange d'informations
6/10/92	n° 262 oct. 92	-	Accord de coopération et d'échange d'informations
23/10/92	n° 263 nov. 92	-	Accord de coopération et d'assistance technique
24/05/93	n° 269 mai 93	-	Accord de coopération et d'assistance technique
26/07/93	n° 271 juil.-août 93	-	Accord administratif d'échange d'informations
27/09/93	n° 272 sept. 93	-	Accord administratif d'échange d'informations
27/01/94	n° 277 fév. 94	-	Accord administratif d'échange d'informations
14/06/94	n° 281 juin 94	-	Accord d'échange d'informations
14/03/95	n° 289 mars 95	-	Accord administratif d'échange d'informations
19/05/96	n° 301 avr. 96	-	Accord administratif d'échange d'informations
10/10/96	n° 305 août-sept. 96	08/10/96	Convention portant accord d'échange d'informations
4/07/97	n° 315 juil.-août 97	29/07/97	Convention de coopération et d'échange d'informations
10/10/97	n° 317 oct. 97	22/11/97	Convention d'échange d'informations
4/03/98	n° 322 mars 98	22/04/98	Convention de coopération en matière de régulation
9/04/98	n° 323 avr. 98	14/08/98	Convention de coopération et d'échange d'informations
27/05/98	n° 324 mai 98	14/08/98	Convention de coopération et d'échange d'informations
24/06/98	n° 325 juin 98	14/08/98	Convention de coopération et d'échange d'informations
26/01/99	n° 333 mars 99	16/04/99	Convention multilatérale d'échange d'informations et de surveillance des activités financières
26/03/99	n° 334 avr. 99	17/04/99	Échange de lettres permettant l'organisation et la mise
24/05/99	n° 336 juin 99	25/07/99	Convention de coopération et d'échange d'informations
13/10/99	n° 338 sept. 99	06/10/99	Convention d'échange d'informations
4/10/99	n° 339 oct. 99	14/11/99	Convention de coopération et d'échange d'informations
23/11/99	n° 340 nov. 99	31/12/99	Convention d'échange d'informations
7/12/99	n° 341 déc. 99	11/01/00	Convention de coopération et d'échange d'informations
18/05/00	n° 346 mai 00	21/06/00	Convention d'échange d'informations
9/10/00	n° 350 oct. 00	14/11/00	Convention de coopération et d'échange d'informations
19/10/00	n° 350 oct. 00	01/12/00	Convention d'échange d'informations
25/01/01	n° 353 janv 01	15/03/01	Convention de coopération et d'échange d'informations
30/11/01	n° 363 déc. 01	13/01/02	Convention de coopération et d'échange d'informations
8/03/02	n° 366 mars 02	08/09/02	Convention de coopération et d'échange d'informations
30/04/02	n° 368 mai 02	17/09/02	Convention de coopération et d'échange d'informations
6/11/02	n° 371 sept. 02	05/10/02	Convention de coopération et d'échange d'informations
16/06/03	n° 380 juin 03	25/07/03	Convention de coopération et d'échange d'informations

1 : Date de publication au Bulletin Mensuel de la COB

2 : Date de publication au Journal Officiel

3 : Membres du FESCO : le BAWe (Allemagne), l'ASA (Autriche), la CBF (Belgique), le Finansstilsynet (Danemark), la CNMV (Espagne), le Rahoitustarkastus (Finlande), la CMC (Grèce), le Finansinspektionen (Suède).

COMMISSIONS SIGNATAIRES

COB – <i>Securities and Exchange Commission</i> des États-Unis
COB – <i>Securities and Exchange Commission</i> des États-Unis
COB – Commission des valeurs mobilières du Québec
COB – Commission des valeurs mobilières du Québec
COB – <i>British Colombia Securities Commission</i>
COB – <i>Comisión Nacional de Valores</i> du Mexique
COB – <i>Comisión Nacional de Valores</i> d'Argentine
COB – <i>Commission bancaire et financière</i> de Belgique
COB – <i>Comisión Nacional del Mercado de Valores</i> d'Espagne
COB – <i>Commissione Nazionale per le Società e la Borsa</i> d'Italie
COB – <i>Securities and Futures Commission</i> de Hong Kong
COB – <i>Australian Securities Commission</i>
COB – <i>Comissão do Mercado de Valores Mobiliários</i> du Portugal
COB – <i>Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel</i> d'Allemagne
COB – Conseil du marché financier de Tunisie
COB – <i>Comissão de Valores Mobiliários</i> du Brésil
COB – <i>China Securities Regulatory Commission</i> de la République des marchés d'instruments financiers Populaire de Chine
COB – Conseil déontologique des valeurs mobilières du Maroc
COB – <i>Superintendencia de Valores y Seguros</i> du Chili
COB – Autorité de surveillance bancaire et financière de Hongrie
COB et ses homologues membres du FESCO ³
COB – Commission fédérale des banques suisse en œuvre d'une procédure d'assistance mutuelle
COB – <i>Komisja Papierow Wartosciowych i Gield</i> de Pologne
COB – <i>Securities Commission</i> de Malaisie
COB – Conseil régional de l'épargne publique et des marchés financiers de l'Union monétaire Ouest africaine
COB – <i>Monetary Authority of Singapore</i>
COB – <i>Komise Pro Cenné Papiry</i> de République tchèque
COB – <i>Capital Markets Board</i> de Turquie
COB – <i>Lithuanian Securities Commission</i>
COB – <i>Financial Services Board</i> d'Afrique du Sud
COB – Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse d'Algérie
COB – <i>Jersey Financial Services Commission</i>
COB – Commission de contrôle de la gestion de portefeuilles et activités boursières assimilées de la Principauté de Monaco
COB – <i>Financial Supervisory Commission</i> de Corée du Sud
COB – <i>Capital Market Authority</i> d'Egypte
COB – <i>Guernsey Financial Services Commission</i>

la BCI (Irlande), la FSA (Islande), la CONSOB (Italie), la CSSF (Luxembourg), le Kredittilsynet (Norvège), le STE (Pays-Bas), la CMVM (Portugal), la FSA (Royaume-Uni),

3

ANNEXE 3 L'INFORMATION DES INVESTISSEURS

- p. 234 **A**
Les visas accordés sur
les opérations financières
- p. 236 **B**
Les enregistrements et les dépôts
- p. 247 **C**
L'information périodique
- p. 249 **D**
L'information permanente

A

Les visas accordés sur les opérations financières

TABLEAU I : Visas par type d'opérations

	2003	2002	VARIATION 03/02
VISAS SUR OPÉRATIONS FINANCIÈRES	546	627	- 81
INTRODUCTIONS SUR UN MARCHÉ RÉGLEMENTÉ¹	11	19	- 8
Premier marché ²	7	11	- 4
Second marché	4	6	- 2
Nouveau marché	0	2	- 2
TITRES DE CAPITAL	147	143*	4
Constitutions de sociétés par appel public à l'épargne	0	0	0
Fusions, apports, scissions	1	3	- 2
Émissions et admissions sur un marché réglementé	32	36	- 4
Premier marché	10	14	- 4
Second marché	11	11	0
Nouveau marché	11	11	0
Émissions par appel public à l'épargne	20	19*	1
Cession par appel public à l'épargne	13	19	- 6
dont inscriptions sur le Marché Libre par émission et/ou cession	13	16	- 3
Admissions de titres déjà émis	23	19*	4
Opérations réservées aux salariés	44	42	2
dont émissions réservées	10	18*	- 8
dont offres d'acquisition en bourse de titres déjà émis	34	24*	10
Attributions gratuites de bons	14	5	9
TITRES DE CRÉANCE DONNANT ACCÈS AU CAPITAL	18	26	- 8
Émissions et admissions sur un marché réglementé	18	25	- 7
Premier marché	12	15	- 3
Second marché	3	5	- 2
Nouveau marché	3	5	- 2
Émissions par appel public à l'épargne	0	0	0
Cessions par appel public à l'épargne	0	0	0
Admissions de titres déjà émis	0	1	- 1
TITRES DE CRÉANCE	291	354	- 63
Émissions et admissions	19	24	- 5
Émissions / Cessions sans admission	0	2	- 2
Admissions de titres déjà émis	272	328*	- 56
dont obligations foncières	20	16	4
dont bons d'option	185	255	- 70

¹ Les introductions par voie d'offre à prix ferme figurent dans cette rubrique.

² Trackers (OPCVM indiciels cotés) inclus : 6 en 2003.

* Chiffres rectificatifs.



	2003	2002	VARIATION 03/02
VISAS SUR OPÉRATIONS FINANCIÈRES			
OFFRES PUBLIQUES³	79	85	- 6
OPA (offres publiques d'achat)	21	40	- 19
OPE (offres publiques d'échange)	8	4	4
OPA / OPE (offres publiques mixtes)	3	2	1
OP rachat (offres publiques de rachat)	8	6	2
OP retrait (offres publiques de retrait) / OPRO (suivies d'un retrait obligatoire)	37	32	5
Offres de vente à prix ferme	0	0	0
Offres publiques d'achat sur titres de créance	1	1	0
Offres publiques d'échange sur titres de créance	1	0	1
AUTRES VISAS	602	647*	- 45
Rachat de titres	359	364	- 5
Notes d'opération préliminaires	4	43	- 39
Autres visas spécifiques	57	99*	- 42
- dont notes en réponse à offres publiques	4	8	- 4
Visas annulés	168	131	37
Autres services AMF	14	10	4
TOTAL DES VISAS DÉLIVRÉS SUR L'ANNÉE	1148	1274	- 126

TABLEAU II : Maintien du droit préférentiel de souscription, avertissements et notations

	2003	2002	VARIATION 03/02
MAINTIEN DU DROIT PRÉFÉRENTIEL DE SOUSCRIPTION	27	21*	6
Titres de capital	26	21*	5
Titres de créance donant accès au capital	1	0	1
Titres de créance	0	0	0
AVERTISSEMENTS	271	302	- 31
Introductions de sociétés sur un marché réglementé	9	11	- 2
Titres de capital	162	195	- 33
Titres de créance donnant accès au capital	18	30	- 12
Titres de créance	67	59	8
Offres publiques	15	7	8
NOTATIONS	4	43	- 39
Titres de créance donnant accès au capital	1	0	1
Titres de créance	3	43	- 40
Offres publiques sur titres de créance	0	0	0
TOTAL	302	366*	- 64

3
Hors notes
en réponse.

*
Chiffres
rectificatifs.

B

Les enregistrements et les dépôts

TABLEAU III : Documents E, documents de référence, documents de base d'introduction et programmes d'émission

	2003	2002	VARIATION 03/02
DOCUMENTS E	15	21	- 6
Fusions	7	12	- 5
Apports	7	9	- 5
Autres (conversion d'ADP)	1	0	1
DOCUMENTS D'INTRODUCTION	2	1	1
Document de base d'introduction	2	1	1
DOCUMENTS DE RÉFÉRENCE¹	390	369	21
Sociétés cotées	373	355	18
Émetteurs de titres de créance	17	14	3
PROGRAMMES D'ÉMISSION²	22	28	- 6
Documents de base et présentation des émetteurs	22	28	- 6
TOTAL	429	419	10

¹ Documents de référence en contrôle *a posteriori* inclus.

² EMTN et bons d'option.

TABLEAU IV : Documents de référence 2003 : liste des émetteurs

■ RAPPORT ANNUEL

■ DOCUMENT SPÉCIFIQUE

* Documents de référence soumis au contrôle *a posteriori*.

	A						
>>	A NOVO	AB SOFT	ABEL	ACCESS COMMERCE		ACCOR	ACTÉOS
MARCHÉ	NM	NM	NM	NM		PM	NM
DATE	16 janv	21 août	25 nov	10 juil		25 mars	24 sept
	■ *	■	■	■ *		■ *	■
ALCATEL	ALGORIEL	ALPHA MOS	ALSTOM	ALTAMIR	ALTÉDIA	ALTEN	ALTI
PM	NM	NM	PM	NM	SM	SM	NM
17 mars	29 sept	24 juin	28 mai	4 avr	25 juil	10 juin	20 fév
■ *	■ *	■ *	■ *	■ *	■	■	■ *
ASSYSTEM	ASTRA	ATOS ORIGIN	AU FÉMININ.COM		AUBAY TECHNOLOGY		AUDIKA
SM	NM	PM	NM		SM		SM
9 sept	30 sept	14 avr	13 oct		12 mai		30 avr
■	■	■ *	■		■ *		■ *
BANQUE FÉDÉRALE DES BANQUES POPULAIRES			BARBARA BUI	BASTIDE LE CONFORT MÉDICAL		BÉGHIN-SAY	BELVÉDÈRE
OBL			NM	SM		PM	NM
28 mai			20 juin	1 avr		9 mai	17 nov
■			■ *	■		■	■
BOURSORAMA	BOUYGUES	BRICE	BRIME TECHNOLOGIES		BRIOCHE PASQUIER		BUFFALO GRILL
NM	PM	SM	NM		SM		SM
16 juin	7 avr	15 sept	1 juil		31 juil		18 août
■	■ *	■	■ *		■		■ *
CRH ¹	CAP GEMINI	CARREFOUR	CARRERE GROUP		CASINO GUICHARD PERRACHON		CAST
OBL	PM	PM	NM		PM		NM
4 fév	11 avr	7 avr	29 sept		14 mai		3 fév
■ *	■	■ *	■		■ *		■
CEGID	CENCEP	CEPME	CÉREP		CHABERT DUVAL	CHÉMUNEX	CHÉMUNEX
PM	OBL	OBL	NM		SM	NM	NM
20 mai	6 juin	17 juin	27 mai		11 juin	7 juil	7 nov
■ *	■	■ *	■ *		■ *	■ *	■ *

1 : Caisse de refinancement pour l'habitat - PM : Premier marché - SM : Second marché - NM : Nouveau marché - OBL : Marché obligataire

■ RAPPORT ANNUEL

■ DOCUMENT SPÉCIFIQUE

* Documents de référence soumis au contrôle *a posteriori*.

ADL PARTNER	AÉDIAN	AFFINE	AGENCE FRANÇAISE DE DÉVELOPPEMENT		AIR FRANCE	
NM	SM	PM	OBL		PM	
26 mai	21 oct	9 sept	14 mai		25 juin	
■ *	■ *	■	■ *		■ *	
ALTRAN	APRIL GROUP	ARÉVA	ARKOPHARMA	ARTPRICE	ASF	AGF
PM	SM	PM	SM	NM	PM	PM
31 oct	31 mars	27 juin	14 mai	1 déc	23 avr	5 mai
■	■	■	■ *	■	■	■ *
AUSY	AUTOMA-TECH	AVENTIS	AXA	B		
SM	NM	PM	PM	BAC MAJESTIC	BACOU-DALLOZ	BAIL S' HONORÉ
25 juin	26 sept	7 mars	9 avr	13 août	14 mai	22 avr
■	■ *	■ *	■ *	■	■ *	■ *
BIC	BNP PARIBAS	BOIRON	BOLLORÉ	BOLLORÉ INVESTISSEMENT		BOURSE DIRECT
PM	PM	SM	PM	PM		NM
3 avr	24 mars	22 avr	20 mai	20 mai		16 juin
■	■ *	■	■ *	■ *		■ *
BUSINESS & DÉCISION		BUSINESS INTÉRACTIF		BVRP	C	
NM		NM		NM	CAC SYSTÈMES	CADES
16 juin		18 juil		25 avr	9 sept	27 mai
■		■ *		■ *	■	■ *
CAST	CCCIF	CDC FINANCE-CDC IXIS		CDC IXIS CAPITAL MARKETS		CÉGÉDIM
NM	OBL	OBL		OBL		SM
24 sept	5 mars	28 mai		24 avr		22 avr
■	■	■		■ *		■ *
C ^{IE} DE FINANCEMENT FONCIER		C ^{IE} DE S ^T GOBAIN	C ^{IE} DES ALPES	C ^{IE} GÉNÉRALE DE GÉOPHYSIQUE		C ^{IE} LEBON >>
OBL		PM	SM	PM		PM
18 avr		1 avr	13 mars	7 mai		20 mars
■		■ *	■ *	■ *		■ *

TABLEAU IV : Documents de référence 2003 : liste des émetteurs (suite)

■ RAPPORT ANNUEL

■ DOCUMENT SPÉCIFIQUE

* Documents de référence soumis au contrôle *a posteriori*.

>>	CIMENTS FRANÇAIS	CLARINS	CLIENT CENTER ALLIANCE	CLUB MEDITERRANÉE
MARCHÉ	PM	PM	NM	PM
DATE	20 mars	9 mai	1 déc	20 fév
	■ *	■	■	■ *

COIL	COMPLETEL EUROPE NV	CONSODATA	CONSORS FRANCE	CONSORS FRANCE
NM	PM	NM	NM	NM
1 oct	16 juin	7 mai	10 janv	23 mai
■	■	■ *	■	■

CRÉDIT FONCIER DE FRANCE	CRÉDIT INDUSTRIEL ET COMMERCIAL	CRÉDIT LYONNAIS	CROSS SYSTEM
PM	PM	PM	NM
15 mai	29 avr	7 avr	11 sept
■	■ *	■ *	■

DANE ÉLEC MEMORY	DASSAULT SYSTEMES	DEVOTEAM	DEXIA CRÉDIT LOCAL	DMS
SM	PM	NM	OBL	NM
17 juil	15 mai	29 juil	7 avr	31 déc
■	■ *	■ *	■ *	■

EFFIK	ÉGIDE	EIFFAGE	ELIOR	EMME	ENTENIAL	ÉSI GROUP	ESKER
NM	NM	PM	PM	NM	PM	NM	NM
26 mai	5 juin	2 avr	29 janv	9 déc	16 avr	9 sept	16 juil
■ *	■ *	■ *	■	■	■ *	■	■

EURONEXT	EUROPEAN CARGO SERVICES	EUROSIC	ÉVIALIS	EXEL INDUSTRIES	F FAURÉCIA
PM	NM	SM	SM	SM	PM
2 avr	16 juin	27 mai	19 mai	17 fév	24 avr
■	■	■	■ *	■ *	■ *

FONCIA GROUPE	FONCIÈRE DES PIMONTS	FONCIÈRE DES RÉGIONS-GFR	FONCIÈRE LYONNAISE
SM	PM	SM	PM
22 mai	8 avr	16 mai	8 avr
■	■	■ *	■ *

PM : Premier marché - SM : Second marché - NM : Nouveau marché - OBL : Marché obligataire

■ RAPPORT ANNUEL

■ DOCUMENT SPÉCIFIQUE

* Documents de référence soumis au contrôle *a posteriori*.

CMT MÉDICAL TECHNOLOGIES		CNP ASSURANCES		COFACE	COFIDUR	COFITEM COFIMUR		COHÉRIS
NM		PM		PM	SM	SM		NM
4 sept		5 mai		15 mai	13 nov	15 avr		1 août
■		■ *		■ *	■	■ *		■ *
CRÉDIT AGRICOLE INDOSUEZ		CRÉDIT AGRICOLE SA		CRÉDIT COMMERCIAL DE FRANCE		CRÉDIT DU NORD		
OBL		PM		PM		OBL		
25 juin		23 mai		2 juin		2 avr		
■		■		■ *		■ *		
					D			
CYBER PRESS PUBLISHING		CYBERDECK	CYBERSEARCH	DAB	DANE ÉLEC MEMORY			
NM		NM	NM	NM	SM			
5 août		24 juin		5 mars	1 oct	27 fév		
■		■		■	■	■		
					E			
DOLLFUS MIEG ET CIE-DMC		DUC	DURAN	DYNACTON	E.E.M.	E.PI.	EADS	
PM		SM	NM	PM	PM	SM	PM	
25 avr		23 déc		25 sept	30 avr	15 sept	9 mai	2 avr
■ *		■		■ *	■ *	■	■ *	■ *
ESSILOR	ÉTAM DÉVELOPPEMENT		EULER HERMÈS	EURALTECH	EURAZEO	EUROFINS SCIENTIFIC		
PM	SM		PM	SM	PM	NM		
23 avr	6 mai		7 mai	25 nov	11 avr	13 mars		
■ *	■ *		■	■	■ *	■ *		
FERMIÈRE DU CASINO MUNICIPAL DE CANNES			FIMALAC	FINAXA	FLORÉANE MÉDICAL IMPLANTS			
PM			PM	PM	NM			
09 mai			14 mai	8 juil	15 sept			
■			■	■ *	■ *			
		G						
FRANCE TELECOM		GAMELOFT.COM	GAUDRIOT	GAUMONT	GÉCINA	GEMPLUS	>>	
PM		NM	NM	PM	PM	PM		
21 mars		20 juin	30 sept	25 avr	13 mai	13 nov		
■ *		■	■	■ *	■ *	■		

TABLEAU IV : Documents de référence 2003 : liste des émetteurs (suite)

■ RAPPORT ANNUEL

■ DOCUMENT SPÉCIFIQUE

* Documents de référence soumis au contrôle *a posteriori*.

>>	GÉNÉRALE DE SANTÉ	GÉNÉRALE LOCATION	GÉNÉRIX	GÉNÉSYS	GÉODIS
MARCHÉ	PM	SM	NM	NM	SM
DATE	20 juin	19 mai	2 juil	16 mai	28 mai
	■	■ *	■ *	■ *	■ *

GROUPES ARÈS	GROUPES BANQUES POPULAIRES	GROUPES BOURBON	GROUPES CRIT	GROUPES DANONE
SM	OBL	SM	SM	PM
24 sept	28 avr	12 mai	26 juin	11 mars
■	■	■ *	■ *	■ *

GROUPES OPEN	GROUPES PARTOUCHE	GUERBET	GUILLEMOT CORPORATION	GUYANOR
SM	PM	SM	NM	NM
22 mai	2 avr	18 avr	5 mars	13 janv
■ *	■ *	■	■ *	■

HOTELS & CASINO DE DEAUVILLE	HUBWOO	HUIS CLOS	HUIS CLOS	HYPARLO	IB GROUP	IB GROUP
PM	NM	SM	SM	SM	NM	NM
12 mai	12 juin	24 janv	30 sept	13 juin	3 avr	4 sept
■	■	■	■	■	■	■

IMÉRY	IMV TECHNOLOGIES	IMV TECHNOLOGIES	INFOGRAMMES ENTERTAINMENT	INFOTEL
PM	SM	SM	PM	NM
10 avr	28 fév	16 déc	1 sept	9 juil
■ *	■	■	■ *	■ *

IPSOS	ITÉSOFIT	IT LINK	IT LINK	JACQUET INDUSTRIES	JC DECAUX
PM	NM	NM	NM	SM	PM
2 juin	19 mai	16 janv	25 juil	25 juin	16 avr
■ *	■	■	■	■ *	■

LA TÊTE DANS LES NUAGES	LACIE GROUP	LAFARGE	LAFUMA	LAGARDÈRE	L'AIR LIQUIDE
NM	NM	PM	SM	PM	PM
31 mars	21 mars	4 avr	28 janv	11 avr	1 juil
■ *	■	■ *	■ *	■ *	■ *

PM : Premier marché - SM : Second marché - NM : Nouveau marché - OBL : Marché obligataire

■ RAPPORT ANNUEL

■ DOCUMENT SPÉCIFIQUE

* Documents de référence soumis au contrôle *a posteriori*.

	GFI INFORMATIQUE		GIFI	GL TRADE	GRANDE PAROISSE		GRANDVISION	
	PM		SM	NM	PM		PM	
	16 mai		12 déc	7 mai	17 juin		5 juin	
	■ *		■	■ *	■		■	
	GROUPE FLO		GROUPE GASCOGNE		GROUPE GO SPORT		GROUPE NEURONES	
	SM		PM		SM		NM	
	4 août		16 avr		6 mai		12 juin	
	■		■ *		■ *		■	
	H							
	HAVAS		HF COMPANY	HI MÉDIA	HIGH-CO	HIGHWAVE	HOLOGRAM INDUSTRIES	
	PM		NM	NM	NM	NM	NM	
	6 mai		9 juil	16 avr	20 mai	13 juin	12 juin	
	■ *		■ *	■	■ *	■	■ *	
	IDI		IDP	IEC PROFESSIONNEL MEDIA		IGE + XAO	ILOG	IMÉCOM GROUP
	SM		NM	SM		NM	NM	NM
	11 juin		24 mars	6 mai		10 fév	4 nov	22 juil
	■ *		■	■ *		■ *	■ *	■ *
	INFOVISTA		INTER PARFUMS	INTERCALL	INTERCALL	INTERNATIONAL MÉTAL SERVICE		IOLTECH
	NM		SM	NM	NM	SM		SM
	23 oct		14 avr	23 janv	10 oct	12 mars		21 juil
	■ *		■ *	■	■ *	■ *		■ *
					K			
	JEAN-CLAUDE AUBRY			JET MULTIMEDIA	KAUFMAN & BROAD		KEYRUS PROGIWARE	KLÉPIERRE
	NM			SM	PM		NM	PM
	3 déc			26 mars	8 avr		30 sept	10 mars
	■			■ *	■		■	■ *
	LAURENT PERRIER			LE BÉLIER	LE CARBONE LORRAINE		LE PUBLIC SYSTÈME	LEGRAND >>
	SM			SM	PM		SM	PM
	12 juin			28 avr	31 mars		7 juil	30 avr
	■ *			■	■ *		■ *	■ *

TABLEAU IV : Documents de référence 2003 : liste des émetteurs (suite)

■ RAPPORT ANNUEL

■ DOCUMENT SPÉCIFIQUE

* Documents de référence soumis au contrôle *a posteriori*.

>>	LÉON DE BRUXELLES	LÉXIBOOK	LINEDATA SERVICES	LISI	L'ORÉAL
MARCHÉ	SM	NM	NM	SM	PM
DATE	2 juin	2 juil	8 sept	17 avr	30 avr
	■ *	■ *	■	■	■ *

MARIE BRIZARD	MARIONNAUD PARFUMERIES	MAUREL & PROM	MEDCOST	MEDCOST	MEDIDEP	MEMSCAP
SM	PM	PM	NM	NM	NM	NM
26 mai	19 déc	16 juil	4 fév	8 déc	17 juin	4 juin
■	■ *	■	■	■	■ *	■

		N				
MONDIAL PÊCHE	MR BRICOLAGE	NAF NAF	NATEXIS BANQUES POPULAIRES	NATUREX	NÉOPOST	NET 2 S
NM	SM	SM	PM	NM	PM	NM
11 déc	27 oct	16 juin	11 avr	4 juin	9 sept	24 juin
■	■	■	■ *	■ *	■	■

OENEO (EX SABATE DIOSOS)	OLITEC	OPTIMS	OPTIMS	ORANGE SA	ORCHESTRA-KAZIBAO
SM	NM	NM	NM	PM	NM
5 juin	13 oct	14 fév	25 juil	5 juin	9 oct
■ *	■ *	■	■ *	■	■

PERFECT TECHNOLOGIES	PERNOD RICARD	PEUGEOT	PHARMAGEST	PHONE SYSTEMS NETWORK
NM	PM	PM	NM	NM
3 déc	24 avr	30 avr	19 mai	16 juin
■	■ *	■ *	■	■ *

			Q		R	
PROSODIE	PROVIMI	PUBLICIS GROUPE SA	QUALIFLOW	QUANTEL	R2 I SANTÉ	RALLYE
NM	PM	PM	NM	NM	NM	SM
19 mai	9 mai	27 mars	18 juil	23 mai	29 août	15 mai
■ *	■	■ *	■	■ *	■ *	■ *

				S		
RÉPONSE	RÉXEL	RHODIA	RIGHINI	RUBIS	SAGEM	SAMSE
NM	PM	PM	SM	SM	PM	PM
6 janv	23 avr	16 avr	9 déc	7 mai	22 avr	12 déc
■	■ *	■ *	■	■	■	■

PM : Premier marché - SM : Second marché - NM : Nouveau marché - OBL : Marché obligataire

■ RAPPORT ANNUEL

■ DOCUMENT SPÉCIFIQUE

* Documents de référence soumis au contrôle *a posteriori*.

			M			
LVL MÉDICAL GROUP		LVMH	MAISONS FRANCE COMFORT		MAÎTRE FOURNIL	MANUTAN INTER ^{AL}
SM		PM	SM		SM	SM
26 mai		9 mai	23 mai		21 fév	5 mars
■ *		■ *	■		■ *	■ *
MERMET	METROLOGIC GROUP		MICHELIN C ^{IE} GÉN ^{ALE} DES ÉTB ^T		MICROPOLE-UNIVERS	MILLIMAGES
SM	NM		PM		NM	NM
26 mai	22 déc		31 mars		22 sept	19 déc
■	■		■ *		■	■
NETGEM		NETRA SYSTEMS	NETVALUE	NEXANS	NICOX	NRJ GROUP
						O
NETGEM		NETRA SYSTEMS		NETVALUE		OBERTHUR
NM	SM	NM	PM	NM	PM	PM
23 déc	27 juin	26 juin	29 avr	25 avr	25 fév	1 déc
■	■	■	■ *	■ *	■	■
ORCO PROPERTY GROUP		ORPÉA	OXYMÉTAL	P	PARSYS	PCAS
ORCO PROPERTY GROUP		ORPÉA	OXYMÉTAL	PARSYS	PCAS	PÉCHINEY
SM	SM		SM	SM	SM	PM
2 sept	29 sept		4 juil	2 avr	12 mai	19 mars
■	■		■ *	■ *	■ *	■ *
PIERRE ET VACANCES		PINAULT PRINTEMPS REDOUTE		PRISMAFLEX INTERNATIONAL		PROLOGUE SOFTWARE
PIERRE ET VACANCES		PINAULT PRINTEMPS REDOUTE		PRISMAFLEX INTERNATIONAL		PROLOGUE SOFTWARE
SM	PM		NM		NM	
12 fév	17 mars		25 sept		16 juin	
■ *	■ *		■		■ *	
RCI BANQUE (ex RENAULT CRÉDIT INTERNATIONAL)			RCI BANQUE	RÉCIF	RÉMY COINTREAU	RENAULT
RCI BANQUE (ex RENAULT CRÉDIT INTERNATIONAL)			RCI BANQUE	RÉCIF	RÉMY COINTREAU	RENAULT
OBL			OBL	NM	PM	PM
31 janv			21 juil	23 juin	17 juin	7 mars
■ *			■ *	■ *	■ *	■ *
SANOFI SYNTHÉLABO		SAVEURS DE FRANCE-BROSSARD		SCHNEIDER ÉLECTRIC		SCOR >>
SANOFI SYNTHÉLABO		SAVEURS DE FRANCE-BROSSARD		SCHNEIDER ÉLECTRIC		SCOR >>
PM	NM		PM		PM	
22 avr	5 mai		8 avr		25 avr	
■ *	■ *		■ *		■ *	

TABLEAU IV : Documents de référence 2003 : liste des émetteurs (suite)

■ RAPPORT ANNUEL

■ DOCUMENT SPÉCIFIQUE

* Documents de référence soumis au contrôle *a posteriori*.

>>	SEB	SÉCHÉ ENVIRONNEMENT	SEEVIA CONSULTING	SII	SILIC
MARCHÉ	PM	SM	SM	SM	PM
DATE	10 avr	5 mai	23 mai	4 août	17 mars
	■ *	■ *	■	■ *	■ *

SO ^{TÉ} FINANCIÈRE IMMOBANQUE	SO ^{TÉ} GÉNÉRALE	SODEXHO ALLIANCE	SODITECH INGÉNIERIE
PM	PM	NM	NM
15 avr	20 mars	28 nov	27 mars
■	■ *	■	■

SQLI	SR TÉLÉPERFORMANCE	ST DUPONT	ST MICROELECTRONICS	STACI	STÉRIA
NM	PM	SM	PM	NM	PM
9 juil	5 mai	7 juil	16 mai	18 juin	23 mai
■	■ *	■ *	■ *	■	■ *

TECHNIP-COFLÉXIP	TÉLÉCOM RÉSEAUX SERVICES	TF1	THALÈS	THERMADOR GROUPE
PM	NM	PM	PM	SM
17 mars	29 oct	26 mars	12 mai	17 fév
■	■	■ *	■ *	■ *

TOUPARGEL	TRACING SERVER	TRADER CLASSIFIED MEDA NV	TRADER CLASSIFIED MEDA NV	TRANSGÈNE
SM	NM	PM	PM	NM
29 avr	27 juin	17 fév	8 sept	18 juin
■ *	■	■	■	■ *

		V				
UNILOG	UTI	V.CON	VALÉO	VALLOUREC	VALTECH	VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIE
PM	SM	NM	PM	PM	NM	OBL
15 mai	23 sept	19 mai	3 mars	26 juin	18 juin	27 mai
■ *	■	■ *	■ *	■ *	■	■ *

	W			
VRANKEN MONOPOLE	WANADOO	WAVECOM	WENDEL INVESTISSEMENT	WESTERN TELECOM
SM	PM	NM	PM	NM
28 mai	14 mai	21 mai	16 mai	31 mars
■ *	■	■ *	■ *	■

PM : Premier marché - SM : Second marché - NM : Nouveau marché - OBL : Marché obligataire

■ RAPPORT ANNUEL

■ DOCUMENT SPÉCIFIQUE

* Documents de référence soumis au contrôle *a posteriori*.

SILICOMP	SIPAREX CROISSANCE		SKIS ROSSIGNOL		STÉ DU LOUVRE-GROUPE DU LOUVRE	
NM	SM		PM		PM	
24 avr	26 mars		16 juil		7 mai	
■ *	■ *		■ *		■	
SOFT COMPUTING		SOGÉCLAIR	SOITEC	SOLUCOM	SOPHIA	SOPRA GROUP
NM		SM	NM	NM	PM	PM
16 sept		30 avr	20 juin	19 juin	8 avr	18 juin
■		■ *	■ *	■	■ *	■ *
						T
SUEZ	SWORD GROUP	SYLIS	SYNÉLEC	SYSTAR	SYSTRAN	TEAMLOG
PM	NM	SM	NM	NM	NM	SM
27 mars	24 avr	18 avr	30 sept	25 sept	17 juin	22 mai
■ *	■	■ *	■	■ *	■	■ *
THERMATECH	THOMSON	TISCALI	TITUS INTÉRACTIVE		TOTAL SA	TOUAX
NM	PM	NM	NM		PM	SM
16 juin	30 avr	5 nov	6 fév		4 avril	18 juin
■ *	■ *	■	■ *		■ *	■
	U					
TRANSICIEL	UBI SOFT	UBI SOFT	UBIQUIS	UFF BANQUE	UMANIS	UNIBAIL HOLDING
PM	PM	PM	NM	SM	NM	PM
9 mai	6 fév	12 sept	17 avr	28 avr	23 déc	3 avr
■ *	■ *	■ *	■	■ *	■	■ *
VÉOLIA ENVIRONNEMENT		VILMORIN	VINCI	VISIODENT	VIVARTE	VIVENDI UNIVERSAL
PM		SM	SM	NM	PM	PM
22 avr		23 oct	4 avr	16 juil	16 janv	7 mai
■		■ *	■ *	■ *	■	■
			X			
WESTERN TELECOM		WORMS & C ^{IE}	XILAM ANIMATION	TOTAL 390		
NM		PM	SM	CONTRÔLE A PRIORI 172		
28 août		18 avr	14 fév	CONTRÔLE A POSTERIORI 218		
■		■	■	■ 270 rapports annuels ■ 120 documents spécifiques		

C

L'information périodique en 2003

Les sociétés françaises cotées sont assujetties à la publication d'informations comptables au BALO.

L'Autorité des marchés financiers exerce un contrôle sur la publication de ces informations :
nature des informations concernées et respect des dates limites de publication imposées par la loi.

Le nombre de publications effectuées et la diversité des dates de clôture de l'exercice social des sociétés cotées, font que des échéances légales de publication interviennent tous les 15 jours.

Le tableau ci-dessous respecte les critères suivants : élimination des sociétés radiées en cours d'année à compter de leur date de radiation, prise en compte des sociétés introduites en cours d'année un jour après leur date d'introduction.

Ce tableau reprend l'ensemble des publications sur l'année 2003, quel que soit l'exercice et est donc le reflet des obligations en matière de publications périodiques sur une année civile. Il permet de constater la régularité des publications à la date limite imposée par la loi mais aussi de constater les régularisations qui interviennent jusqu'à 15 jours après la date limite et enfin au-delà de 15 jours.

La colonne "publications comptables non régularisées" met en évidence la totalité des exercices non régularisés au 31 décembre 2003.

TABLEAU V : Publications comptables des sociétés par type de comptes, tous marchés confondus

	PUBLICATIONS AU BALO						
	À LA DATE LIMITE LÉGALE			RÉGULARISATIONS		NON RÉGULARISÉES	
	PUBL. PRÉVUES	NON EFFECTUÉES	% D'ABSENCE	EFFECTUÉES	15 JOURS ¹	+ 15 JOURS ²	AU 31/12/03
CHIFFRE D'AFFAIRES	2 640	389	15 %	2 251	250	110	24
1 ^{ER} trimestre	658	105	16 %	553	70	30	5
2 ^{ÈME} trimestre	668	78	12 %	590	44	27	5
3 ^{ÈME} trimestre	639	69	11 %	570	29	29	11
4 ^{ÈME} trimestre	675	137	20 %	538	107	24	3
CPTES SEMESTRIELS	701	77	11 %	624	11	55	12
CPTES ANNUELS PROVISOIRES	663	190	29 %	473	83	97	8
CPTES ANNUELS DÉFINITIFS	715	193	27 %	522	55	82	56
TOTAL	4 719	849	18 %	3 870	399	344	100

1 : Régularisation 15 jours après la date limite - 2 : Régularisation au-delà de 15 jours

TABLEAU VI : Assemblée générale (AG) d'actionnaires : principales résolutions adoptées en 2003

NOMBRE D'ASSEMBLÉES GÉNÉRALES CONCERNÉES	
PRINCIPALES RÉOLUTIONS ADOPTÉES	
OPÉRATIONS	
Rachat par la société de ses propres titres	466
Émission de titres (capital, créance, créance donnant accès au capital)	427
Émission réservée de titres (capital, créance donnant accès au capital)	317
Attribution gratuite de titres (capital)	5
Apports et fusions	54
Autorisation d'émission en période d'offre publique	127
CAPITAL ET DROIT DE VOTE	
Seuils statutaires en capital	2
Seuils statutaires en droit de vote	2
Droit de vote double	8
Limitation à l'exercice du droit de vote	0
Modification du nominal	22
Réduction du capital	215*
Plan d'options	140
Titres 100 % nominatifs	1
DIVIDENDE	
Païement du dividende en actions	14
Dividende majoré	3
AUTRES RÉOLUTIONS	
Poursuite de l'activité	21
Changement des commissaires aux comptes	144
Modification de l'objet social	21
Modification des dates d'exercice social	9
Changement de dénomination sociale	12
Transfert du siège social	35

*
Notamment dans
le cadre des programmes
de rachat de titres.

TABLEAU VII : Communiqués de sociétés par voie de presse : comparaison chiffrée sur 2 ans

	2003	2002	VARIATION 03/02
COMMUNIQUÉS DE SOCIÉTÉS			
INFO. COMPTABLES	1 720	1 784	- 64
Premier marché	624	580	44
Second marché	722	782	- 60
Nouveau marché	374	422	- 48
AUTRES INFO.	732	746	- 14
Premier marché	369	327	42
Second marché	239	225	14
Nouveau marché	124	194	- 70
TOTAL COMMUNIQUÉS	2 452	2 530	- 78
- dont Premier marché	993	907	86
- dont Second marché	961	1 007	- 46
- dont Nouveau marché	498	616	- 118
CHIFFRE D'AFFAIRES	522	1 077	- 555
COMPTES SEMESTRIELS	324	377	- 53
COMPTES ANNUELS PROVISOIRES	235	306	- 71
COMPTES ANNUELS DÉFINITIFS	5	24	- 19

A

Les sociétés de gestion

TABLEAU I : Situation des sociétés de gestion de portefeuille (SGP) agréées au 31 décembre de chaque année

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
SITUATION DES SOCIÉTÉS DE GESTION							
AGRÉMENTS GÉNÉRAUX							
Délivrés	128	20	11	25	15	4	13
Retirés	2	13	16	27	14	9	21
Non déclaration d'activité	2						
AGRÉMENTS LIMITÉS							
Délivrés	22	32	26	33	41	29	17
Retirés			7	5	3	4	5
Non déclaration d'activité							
TOTAL							
Délivrés	150	52	37	58	56	33	30
Retirés	7	19	18	36	18	14	35
Non déclaration d'activité	4						
NOMBRE DE SGP (en activité)	301	334	353	375	413	432	427
ACTIFS GÉRÉS (en milliards d'euros)	662,3	982,8	1158,2	1266,6	1366,1	1400,1	N.D*

Source AMF

* Chiffres non disponibles
au 1^{er} avril 2004

TABLEAU II : Liste des sociétés de gestion de portefeuille agréées en 2003

NOM DE LA SOCIÉTÉ	N° D'AGRÉMENT	DATE D'AGRÉMENT	TYPE D'AGRÉMENT
ARJIL PRIVATE EQUITY	GP 03 005	24/02	FCPR allégés
AUREL LEVEN GESTION	GP 03 030	24/12	Valeurs mobilières et instruments financiers à terme
AVENIR ENTREPRISES GESTION	GP 03 022	29/09	Capital investissement (investisseurs qualifiés)
BANEXI VENTURES PARTNERS	GP 03 016	25/06	Capital investissement
BOUSSARD ET GAVAUDAN GESTION	GP 03 008	31/03	Valeurs mobilières et instruments financiers à terme + gestion alternative directe + dérivés de crédit
CITCO FUND ADVISORS	GP 03 009	31/03	Multigestion alternative et instruments financiers à terme (couverture du risque de change)
CSH RHONE ALPES	GP 03 002	27/03	Valeurs mobilières
DEXIA ASSET MANAGEMENT FRANCE	GP 03 007	19/03	Valeurs mobilières et instruments financiers à terme + gestion alternative directe + dérivés de crédit
EDMOND DE ROTHSCHILD CAPITAL PARTNERS	GP 03 006	27/03	Capital investissement
ELAIA PARTNERS	GP 03 003	10/02	FCPR allégés
FEDERIS GESTION D'ACTIFS	GP 03 024	14/11	Valeurs mobilières et instruments financiers à terme + épargne salariale
FIDELITY GESTION	GP 03 004	01/02	Valeurs mobilières et instruments financiers à terme
FINALTIS	GP 03 025	23/12	Multigestion alternative et instruments financiers à terme (opérations de couverture)
FLINVEST	GP 03 020	07/08	Valeurs mobilières
FONGEPAR GESTION FINANCIÈRE	GP 03 028	31/12	Valeurs mobilières et instruments financiers à terme + épargne salariale
FRANCHE COMTÉ PME GESTION	GP 03 012	20/05	Capital investissement (investisseurs qualifiés)
GRAND OUEST GESTION	GP 03 019	28/07	Capital investissement (investisseurs qualifiés)
GROUPAMA ALTERNATIVE ASSET MANAGEMENT	GP 03 001	10/01	Multigestion alternative et instruments financiers à terme (couverture du risque de change)
HSBC MULTIMANAGER EUROPE	GP 03 011	19/05	Sélection d'OPCVM et instruments financiers à terme
ISCO GESTION	GP 03 018	15/07	Capital investissement (investisseurs qualifiés)
IDEAM SAS	GP 03 015	24/06	Valeurs mobilières et instruments financiers à terme + épargne salariale
MIRABAUD GESTION	GP 03 013	28/05	Valeurs mobilières et instruments financiers à terme + multigestion alternative (mandats)
MONAM	GP 03 021	13/08	Gestion alternative directe (1 OPC)
MONETA ASSET MANAGEMENT	GP 03 010	15/09	Valeurs mobilières + gestion alternative directe (1 OPC)
NATEXIS INDUSTRIE MANAGEMENT	GP 03 017	30/06	Capital investissement (investisseurs qualifiés)
NEUFLIZE PRIVATE ASSETS	GP 03 029	15/12	Valeurs mobilières et instruments financiers à terme
PRADO ÉPARGNE GESTION	GP 03 027	30/12	Valeurs mobilières et instruments financiers à terme + épargne salariale
SHANTI GESTION	GP 03 023	22/10	Valeurs mobilières et instruments financiers à terme + multigestion alternative
SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ASSET MANAGEMENT	GP 03 014	05/06	Valeurs mobilières et instruments financiers à terme + capital investissement + gestion alternative directe + multigestion alternative
SWISS LIFE ASSET MANAGEMENT	GP 03 026	23/12	Valeurs mobilières et instruments financiers à terme + épargne salariale

TABLEAU III : Sociétés de gestion de portefeuille ; les agréments modifiés en 2003

NOM DE LA SOCIÉTÉ	N° D'AGRÉMENT	AGRÉMENT PRÉCÉDENT
LES AGRÉMENTS MODIFIÉES		
ADI-ALTERNATIVE INVESTMENTS	GP 98 022	Général
AGF ASSET MANAGEMENT	GP 97 063	Général
ALVEN CAPITAL GESTION	GP 02 016	FCPR allégés + 1 mandat
ASSET ALLOCATION ADVISORS	GP 99 027	Sélection OPCVM + mutigestion alternative limitée à 1 OPCVM
AXA INVESTMENT MANAGERS PARIS	GP 92 008	Général + FCPR
BARCLAYS ASSET MANAGEMENT France-BAMF	GP 94 003	Général
BAREP ASSET MANAGEMENT	GP 97 025	Général
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	GP 96 002	Général
CDC IXIS ASSET MANAGEMENT	GP 90 009	Général
CIC ASSET MANAGEMENT	GP 97 062	Général
CIPF SOLIAD	GP 97 120	Général
CPR ASSET MANAGEMENT	GP 01 056	Général
CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT	GP 97 051	Général + capital investissement
CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	GP 98 023	Général + FCPR
CRÉDIT MUTUEL FINANCE	GP 97 138	Général
GESTION SA	GP 90 086	valeurs mobilières sous mandat seulement
HR GESTION	GP 90 036	Général
HSBC ASSET MANAGEMENT (EUROPE) SA	GP 99 026	Général
NATEXIS ASSET MANAGEMENT	GP 98 028	Général
NATEXIS ASSET SQUARE	GP 02 019	sélection OPCVM + instruments financiers à terme
NATEXIS ÉPARGNE ENTREPRISE	GP 02 033	Général
ODDO ASSET MANAGEMENT	GP 99 011	Général
ROTHSCHILD ET CIE GESTION	GP 98 002	Général
SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ASSET MANAGEMENT - SGAM	GP 96 007	Général + FCPR
SOGEPOSTE	GP 95 015	Général + épargne salariale
NOM DE LA SOCIÉTÉ	N° AGRÉMENT	AGRÉMENT PRÉCÉDENT
AGF ASSET MANAGEMENT	GP 97 063	Général + Dérivés de crédit

AGRÈMENT ÉTENDU AUX PROGRAMMES D'ACTIVITÉ SUIVANTS	DATE D'EXTENSION
Dérivés de crédit	02/07/03
Dérivés de crédit	11/07/03
Capital investissement	19/11/03
Instruments financiers à terme limités à la couverture du risque de change	25/04/03
Épargne salariale + Dérivés de crédit	20/06 et 04/07/2003
Gestion alternative directe	19/11/03
Dérivés de crédit	23/09/03
Dérivés de crédit	02/07/03
Dérivés de crédit + gestion alternative directe + multigestion alternative	28 et 31/07/03
Dérivés de crédit + épargne salariale	19/09 et 16/12/2003
Épargne salariale	22/08/03
Dérivés de crédit + dérogation art. 6 décret n° 89-624 (OPCVM allégés)	19/09 et 16/12/2003
Épargne salariale + Dérivés de crédit	27/05 et 02/07/2003
Dérivés de crédit	02/07/03
Épargne salariale	23/12/03
Valeurs mobilières y compris OPCVM	28/07/03
1 FCPR existant	01/07/03
Épargne salariale	18/09/03
Dérivés de crédit	19/09/03
Multigestion alternative	10/10/03
Épargne salariale	14/04/03
Dérivés de crédit	19/11/03
Dérivés de crédit	08/08/03
Dérivés de crédit	02/07/03
Multigestion alternative	30/06/03
RESTRICTION	DATE D'EFFET
Général	10/10/03

TABLEAU IV : Sociétés de gestion de portefeuille ; les agréments retirés ou devenus caducs en 2003

NOM DE LA SOCIÉTÉ	N° D'AGREMENT	DATE DE RETRAIT / CADUCITÉ AGREMENT
LES AGREMENTS RETIRES OU DEVENUS CADUCS		
AIR LIQUIDE PARTNERS	GP 00 025	23/12/03
AUREL LEVEN GESTION	GP 91 002	24/12/03
AXELERATE PARTNERS	GP 01 019	17/06/02
AXIVA GESTION	GP 97 054	05/12/03
B* CAPITAL GESTION	GP 97 039	30/12/02
BANEXI VENTURE PARTNERS	GP 98 018	30/06/03
BG FINANCES SA	GP 92 004	16/06/03
BNP PAM INTERNATIONAL AM	GP 94 002	30/06/03
BNP PAM INSTITUTIONNELS	GP 98 030	30/06/03
CIO GESTION	GP 97 064	29/11/01
CIPF SOLIAD	GP 97 120	14/11/03
CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT US ADVISORY SERVICES	GP 97 141	01/04/03
CRÉDIT AFRICOLE INDOSUEZ CHEUVREUX GESTION	GP 97 128	13/11/03
DRESDNER RCM GESTION	GP 98 044	31/10/02
ECOFI GESTION SA	GP 90 092	30/12/02
ETHYS	GP 01 027	10/06/03
ETNA FINANCE SA	GP 90 079	01/03/03
FIDELITY INVESTISSEMENTS SAS	GP 95 002	01/02/03
GÉRANCE HR INVESTISSEMENT	GP 01 051	15/09/03
HSBC MULTIMANAGER (EUROPE)	GP 01 018	19/05/03
INTERÉPARGNE	GP 97 005	14/04/03
LA SÉRÉNITÉ	GP 90 019	20/12/02
MICHAUX GESTION PARIS SA	GP 00 033	14/05/03
NBG INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	GP 02 003	20/01/04
NUMBERS	GP 93 006	21/10/02
PERSEPHONE SA	GP 01 012	10/08/03
PRADO EPARGNE	GP 97 073	31/12/03
SEXTANT SA	GP 90 124	01/07/02
SOCIÉTÉ ALSACIENNE DE GESTION DES FCP + X ALSACE GESTION	GP 97 066	10/12/02
SOFIMAL	GP 97 130	14/11/03
SOFIVAL	GP 90 020	31/12/02
SWISS LIFE ASSET MANAGEMENT (FRANCE)	GP 01 025	23/12/03
TIDAL GESTION	GP 01 055	24/04/03
UBS GESTION FRANCE SA	GP 02 004	30/06/03
VERNES GESTION	GP 97 101	30/04/03

TABLEAU V : Situation des sociétés de gestion d'OPCVM (SGO) agréées au 31 décembre de chaque année

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
SITUATION DES SOCIÉTÉS DE GESTION D'OPCVM							
AGRÉMENTS GÉNÉRAUX							
Délivrés	104	6	5	3	2	0	2
Retirés	2	15	9	10	2	4	18
AGRÉMENTS LIMITÉS							
Délivrés	34	3		1	1	3	1
Retirés			7	5	3	4	5
TOTAL							
Délivrés	138	9	5	4	3	3	3
Retirés	2	15	16	15	5	8	23
NOMBRE DE SGO AGRÉÉES (en activité)	137	131	120	109	107	102	82
ACTIFS GÉRÉS (en milliards d'euros)	88,5	50,3	65,0	83,5	84,0	80,3	N.D*

TABLEAU VI : Liste des sociétés de gestion d'OPCVM agréées en 2003

NOM DE LA SOCIÉTÉ	N° D'AGRÉMENT	DATE D'AGRÉMENT	TYPE D'AGRÉMENT
SOCIÉTÉ DE GESTION D'OPCVM			
AMIRAL GESTION	GC 03 001	28/02	Valeurs mobilières
DEXIA ASSET MANAGEMENT SGO	GC 03 002	19/03	Valeurs mobilières + instruments financiers à terme + gestion alternative directe
ECUREUIL GESTION FCP	GC 03 003	28/08	Valeurs mobilières + instruments financiers à terme

TABLEAU VII : Sociétés de gestion d'OPCVM : les agréments modifiés en 2003

NOM DE LA SOCIÉTÉ	N° D'AGRÉMENT	DATE D'EXTENSION	AGRÉMENT INITIAL	EXTENSION
SOCIÉTÉ DE GESTION D'OPCVM				
ROTHSCHILD GESTION	GC 98 002	08/08	Général + FCPR	Dérivés de crédit

*
Chiffre
non disponible
au 1^{er} avril 2004

TABLEAU VIII : Sociétés de gestion d'OPCVM : les agréments retirés ou caducs en 2003

NOM DE LA SOCIÉTÉ	N° D'AGRÈMENT	DATE D'EFFET	TYPE D'AGRÈMENT	RETRAIT / CADUCITÉ
LES AGRÈMENTS RETIRÉS OU CADUCS				
ASIAGEST	GC 97 088	30/06/03	Général	●
AXA GESTION INTERESSEMENT	GC 98 011	07/08/03	Général	●
BSD GESTION	GC 97 070	04/12/02	Général	●
CAPUCINES INVESTISSEMENT	GC 98 006	31/10/03	Général	●
CIC ÉPARGNE SALARIALE	GC 97 090	31/12/03	Général	●
CICLAD	GC 97 043	11/08/03	FCPR existants	●
CRÉDIT AGRICOLE ÉPARGNE SALARIALE CAES	GC 98 012	01/07/03	Général	●
CRÉDIT MUTUEL PARTICIPATION	GC 97 128	31/12/03	Général	●
DEXIA MULTI GESTION FRANCE	GC 97 119	19/03/03	Général	●
DEXIA PRI-GESTION FRANCE	GC 99 002	19/03/03	Général	●
DRESDNER RCM GESTION EUROPE	GC 97 060	31/10/02	Général	●
FINATLAS GESTION	GC 98 016	12/10/02	Général	●
FONGEPAR	GC 97 094	31/12/03	Général	●
FRANCHE COMTÉ PME GESTION	GC 97 124	20/05/03	FCPR	●
MORGAN GRENFELL INVESTISSEMENT	GC 98 015	31/12/02	FCPR existants	●
NBG ASSET MANAGEMENT	GC 02 001	20/01/04	Valeurs mobilières + opérations de couverture	●
OFIGEST	GC 97 111	24/12/03	Général	●
PIERRE CHARRON GESTION	GC 98 013	24/12/03	Général	●
PLURIGESTION	GC 97 083	30/06/03	Général	●
PRIAM GESTION	GC 97 039	31/12/02	FCPR existants	●
SÉGUR GESTION	GC 97 012	03/12/02	Général	●
SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ASSET MANAGEMENT ALTERNATIVE	GC 00 004	15/06/03	Général + gestion alternative + capital investissement + Dérivés de crédit	●
SOCIÉTÉ SUISSE DE GESTION FINANCIÈRE	GC 97 081	23/12/03	Général + épargne salariale	●

les agréments retirés ● ou caducs ●

B

Les OPCVM

1

Les OPCVM à vocation générale

TABLEAU IX : Nombre d'OPCVM agréés en 2003

NOMBRE DE SICAV AGRÉÉS EN 2003		28
Actions françaises		2
Action internationales		3
Actions de pays de la zone euro		1
Obligations/titres de créance libellés en euros		7
Obligations/titres de créance internationaux		1
Diversifié		14
NOMBRE DE FCP ¹ AGRÉÉS EN 2003		697
Actions françaises		12
Actions internationales		68
Actions de pays de la zone euro		36
Des pays de la communauté européenne		38
Obligations/titres de créances libellés en euros		72
Obligations/titres de créances internationaux		17
Monétaire euro		33
Diversifié		239
Garanti ou assorti d'une protection		182
NOMBRE DE FCP À RISQUES AGRÉÉS EN 2003		34
NOMBRE DE FCIMT ² AGRÉÉS EN 2003		2
NOMBRE DE FCPE ³ AGRÉÉS EN 2003		272

1
Fonds communs
de placement

2
Fonds communs
d'intervention sur les
marchés à terme

3
Fonds communs de
placement d'entreprise

TABLEAU X : Liste des SICAV agréées en 2003 par type de SICAV

CODE ISIN	DÉNOMINATION	ORGANISME PROMOTEUR	DATE D'AGRÈMENT
SICAV AGRÉÉES EN 2003			
ACTIONS FRANÇAISES			
FR0000170144	LA SICAV DES ANALYSTES	ACOFI	13/02
FR0000170342	SICAV DWS FRANCE VALEUR	DEUTSCHE ASSET MANAGEMENT FRANCE	28/01
ACTIONS INTERNATIONALES			
FR0000174617	BNP PARIBAS RETRAITE 100	BNP PAM - BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	17/07
FR0000174526	BNP PARIBAS RETRAITE 75	BNP PAM - BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	17/07
FR0000170870	DÉCENNIE JAPON	INVEST-ASIA AM	13/02
ACTIONS DE PAYS DE LA ZONE EURO			
FR0000174310	OBJECTIF SMALL CAPS EURO	LAZARD FRÈRES GESTION	24/06
OBLIGATIONS/TITRES DE CRÉANCE LIBELLÉS EN EUROS			
FR0000174567	BNP PARIBAS RETRAITE 5	BNP PAM - BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	17/07
FR0010024539	EURO BATIMENT PLUS	LAZARD FRÈRES GESTION	28/10
FR0010037242	EUROMTS 10-15Y MASTER UNIT	LYXOR ASSET MANAGEMENT	19/12
FR0010037234	EUROMTS 3-5Y MASTER UNIT	LYXOR ASSET MANAGEMENT	19/12
FR0010028860	EUROMTS GLOBAL MASTER UNIT	LYXOR ASSET MANAGEMENT	26/11
FR0000174518	GESTION MULTI STRATÉGIES PROTECTION	MALMY GESTION SAS	08/07
FR0000170334	MAÎTRE TRÉSORERIE DYNAMIQUE	BANQUE DE NEUFLIZE SCHLUMBERGER MALLET	24/01
OBLIGATIONS/TITRES DE CRÉANCE INTERNATIONAUX			
FR0000170052	AUREL LEVEN OBLIGATIONS	AUREL LEVEN GESTION	14/05
DIVERSIFIÉ			
FR0000174559	BNP PARIBAS RETRAITE 2007-2009	BNP PAM - BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	17/07
FR0000174534	BNP PARIBAS RETRAITE 2010-2012	BNP PAM - BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	17/07
FR0000174583	BNP PARIBAS RETRAITE 2013-2015	BNP PAM - BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	17/07
FR0000174609	BNP PARIBAS RETRAITE 2016-2018	BNP PAM - BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	17/07
FR0000174575	BNP PARIBAS RETRAITE 2019-2021	BNP PAM - BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	17/07
FR0000174591	BNP PARIBAS RETRAITE 2022-2024	BNP PAM - BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	17/07
FR0000174542	BNP PARIBAS RETRAITE 25	BNP PAM - BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	17/07
FR0010027862	HGL PATRIMOINE	HGL GESTION	21/11
FR0010016683	KHORUM SICAV	LA COMPAGNIE FINANCIÈRE EDMOND DE ROTHSCHILD	19/09
FR0010001669	OMEGA	UBS ASSET MANAGEMENT FRANCE	01/08
FR0010010124	PLURI-INVEST-COMPARTIMENT CROISSANCE C	CRÉDIT LYONNAIS	28/10
FR0010025262	RAYMOND JAMES OPPORTUNITES MONDE	RAYMOND JAMES A.M.I.	26/11
FR0000172181	STEMA	UBS GLOBAL ASSET MANAGEMENT FRANCE SA	18/03
FR0010007518	TRANSATLANTIQUE FUND	BANQUES DU GROUPE CIC	15/07

TABLEAU XI : Liste des FCP agréés en 2003 par type de FCP

CODE ISIN	DÉNOMINATION	SOCIÉTÉ DE GESTION	DATE D'AGRÉMENT
FCP AGRÉÉS EN 2003			
ACTIONS FRANÇAISES			
FR0007081716	ÉCHIQUIER QUATUOR	FINANCIÈRE DE L'ÉCHIQUIER - EBPF	18/02
FR0010042028	ÉCUREUIL INDICIEL 2009	ÉCUREUIL GESTION FCP	02/12
FR0007084801	FCP CROIVAL	DNCA FINANCE DELAYE NOUAILHETAS CHATEL & ASSOCIÉS	03/06
FR0010006502	FCP DWS HAUSSMANN INDEX FRANCE	DEUTSCHE ASSET MANAGEMENT FRANCE FCP	20/06
FR0010016204	FCP FONCIER INVESTISSEMENT	NATEXIS ASSET MANAGEMENT (NAM)	16/09
FR0007080981	FORCE CAC 40	CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT	13/02
FR0010036582	IDR-MSD	CARDIF ASSET MANAGEMENT	12/12
FR0010020727	MIRABAUD FRANCE ACTIONS	MIRABAUD GESTION SA	02/09
FR0000994980	MONETA MICRO ENTREPRISES	MONETA ASSET MANAGEMENT	06/06
FR0007083118	ODYSSÉE	TOCQUEVILLE FINANCE	01/04
FR0007080973	PORTFOLIO CAC 40	CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT	13/02
FR0007080189	TYCHE FCP	GÉRER CONSEIL	07/02
ACTIONS DES PAYS DE LA COMMUNAUTÉ EUROPÉENNE			
FR0010000950	ALBATROS	VEGA MULTIMANAGER	25/07
FR0010039388	AMBIOSE PEA	AVENIR FINANCE INVESTISSEMENT	16/12
FR0000993420	BFT PREMIUM	BFT GESTION	01/04
FR0007074208	CARDIF ACTIONS RENDEMENT	CARDIF ASSET MANAGEMENT	21/01
FR0010024737	CEDE CROISSANCE	CEDEFONDS	17/10
FR0007085402	CENTRALE ACTIONS EUROPE	CCR ACTIONS	20/06
FR0000991408	CMNE PEA ENTREPRISE RENDEMENT	MULTIFONDS	17/01
FR0007085535	CS ALYS	CSH RHONE-ALPES GESTION PRIVEE	04/07
FR0010007542	ENTREPRENEURS	FLINVEST	02/09
FR0010010918	ÉTOILE ALIMENTATION EUROPE	ÉTOILE GESTION	28/08
FR0010010900	ÉTOILE ASSURANCE EUROPE	ÉTOILE GESTION	28/08
FR0010010892	ÉTOILE COLLECTIVITÉS EUROPE	ÉTOILE GESTION	28/08
FR0010010884	ÉTOILE CYCLIQUES EUROPE	ÉTOILE GESTION	28/08
FR0010010595	ÉTOILE ÉNERGIE EUROPE	ÉTOILE GESTION	28/08
FR0010010546	ÉTOILE INDUSTRIELS EUROPE	ÉTOILE GESTION	28/08
FR0007079421	ÉTOILE MULTI GESTION EUROPE	ÉTOILE GESTION	04/03
FR0010008623	ÉTOILE MULTI GESTION EUROPE ABONNEMENT D'ÉPARGNE	ÉTOILE GESTION	08/08
FR0010010587	ÉTOILE SANTE EUROPE	ÉTOILE GESTION	09/09
FR0010010561	ÉTOILE TÉLÉCOM EUROPE	ÉTOILE GESTION	12/09
FR0007082706	EUROPE PROVENCE	CONSEIL PLUS GESTION - CPG	11/04
FR0007082912	GESTION PRIVÉE A	GESTION PRIVÉE INDOSUEZ	01/04
FR0007082631	GESTION PRIVÉE OPPORTUNITES	CCR CHEVRILLON PHILIPPE	18/03
FR0010000653	HOCHEUROPE	MARTIN MAUREL GESTION	25/07
FR0010043216	HSBC AM VALEURS HAUT DIVIDENDE	E.F.A.E.	12/12
FR0000992893	ICG ACTIONS RENDEMENT	INTERNATIONAL CAPITAL GESTION	14/03



CODE ISIN	DÉNOMINATION	SOCIÉTÉ DE GESTION	DATE D'AGRÈMENT
FCP AGRÉÉS EN 2003 (suite)			
ACTIONS DES PAYS DE LA COMMUNAUTÉ EUROPÉENNE			
FR0010061515	TUTELAIRE ACTIONS	SOGEPOSTE	09/12
FR0007085063	MMGI EUROMIX ACTIONS	MARTIN MAUREL GESTION INSTITUTIONNELLE	17/06
FR0007082359	PERFORMANCE AVENIR	HERA FINANCE SAS	11/03
FR0010029645	PIONEER EUROPE ACTIONS	CORTAL CONSORS FUND MANAGEMENT	05/12
FR0007084066	ROUVIER EUROPE	ROUVIER ASSOCIÉS	30/04
FR0010038141	SABORA SELECTION EUROPE	HERA FINANCE SAS	23/12
FR0007083084	SARASIN EUROPE EXPANSION DURABLE	SARASIN EXPERTISE ASSET MANAGEMENT	01/04
FR0010003939	SGAM ACTIONS EURO SOCIÉTÉS FAMILIALES	SGAM - SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ASSET MANAGEMENT	25/07
FR0007081575	SGAM INDEX EURO PLUS	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ASSET MANAGEMENT ALTERNATIVE INVESTMENTS	02/09
FR0010015883	SPDR FRANCE 60	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	30/09
FR0010029777	UBS (F) EURO QUANTITATIF PLUS	UBS GLOBAL ASSET MANAGEMENT FRANCE SA	10/10
FR0007084892	UMR PREMIUM	BFT GESTION	03/06
FR0007082920	VINCI VALEURS EUROPE	AVIVA GESTION D'ACTIFS	01/04
ACTIONS INTERNATIONALES			
FR0007084470	A.A.ADVISORS WORLD EQUITIES EURO	ASSET ALLOCATION ADVISORS	20/06
FR0007085170	AGF HOSPITALIERS EURO	ATHÉNA GESTION	17/06
FR0010001610	APICIL 5	AXA GESTION FCP	20/06
FR0010048413	AMERICAN GROWTH INDUSTRIES	SINOPIA SOCIÉTÉ DE GESTION	30/12
FR0010048439	AMERICAN GROWTH INDUSTRIES HEDGE	SINOPIA SOCIÉTÉ DE GESTION	30/12
FR0010048421	AMERICAN VALUE INDUSTRIES	SINOPIA SOCIÉTÉ DE GESTION	30/12
FR0010048447	AMERICAN VALUE INDUSTRIES HEDGE	SINOPIA SOCIÉTÉ DE GESTION	30/12
FR0010003566	ANTIN EUROPE DIVIDENDE	BNP PAM - BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	25/07
FR0007083894	ARIANE AMÉRIQUE	CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT	30/04
FR0000991424	ATOUT VALEURS DURABLES	CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT	21/01
FR0007085717	BP VALEURS AMÉRICAINES COUVERT	NATEXIS ASSET MANAGEMENT (NAM)	04/07
FR0007085733	BP VALEURS DU JAPON COUVERT	NATEXIS ASSET MANAGEMENT (NAM)	04/07
FR0000991432	CA-AM ACTIONS DURABLES	CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT	21/01
FR0007084603	CERES SÉLECTION MONDE	ISICA ÉPARGNE	28/05
FR0010004085	CIC INDICIEL AMERIQUE 500	CICAM - CIC ASSET MANAGEMENT	04/07
FR0010011577	CLAM AGRO SANTE MONDE	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	01/08
FR0010011551	CLAM CONSO CYCLIQUE MONDE	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	01/08
FR0010021691	CLAM RESSOURCES-INDUSTRIE MONDE	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	07/10
FR0010011544	CLAM SECTEUR FINANCE MONDE	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	01/08
FR0010011569	CLAM TECH TÉLÉCOM MONDE	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	01/08
FR0000992513	CMNE PEA EUROPE	MULTIFONDS	21/02
FR0000992471	CMNE PEA MONDE	MULTIFONDS	21/02
FR0010007948	DELEGUS	GROUPAMA GESTION	01/08
FR0000991762	DWS HAUSSMANN INDEX JAPON FCP	DEUTSCHE ASSET MANAGEMENT FRANCE FCP	24/01
FR0010011585	DYNALION AGRO SANTÉ MONDE	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	01/08



CODE ISIN	DÉNOMINATION	SOCIÉTÉ DE GESTION	DATE D'AGRÈMENT
FCP AGRÉÉS EN 2003 (suite)			
ACTIONS INTERNATIONALES			
FR0010011593	DYNALION CONSO CYCLIQUE MONDE	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	01/08
FR0010011536	DYNALION FINANCE MONDE	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	01/08
FR0010027367	DYNALION RESSOURCES- INDUSTRIE MONDE	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	07/10
FR0010011437	DYNALION TECH TÉLÉCOM MONDE	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	01/08
FR0007081872	ECOFI ACTIONS DÉCOTÉES	ECOFI INVESTISSEMENTS	04/03
FR0007085667	ÉTOILE USA 500	ÉTOILE GESTION	08/07
FR0007079942	FCM SMALL CAPS US	C & M FINANCES	25/02
FR0000992364	FCP ACTIMAAF F&C SÉLECTION	MAAF GESTION SA	31/01
FR0010032060	FCP DWS ALLEMAGNE OPPORTUNITÉ	DEUTSCHE ASSET MANAGEMENT FRANCE	07/10
FR0000993040	FCP DWS HAUSSMANN AVENIR EUROPE	DEUTSCHE ASSET MANAGEMENT FRANCE	28/02
FR0000993065	FCP DWS HAUSSMANN INDEX USA	DEUTSCHE ASSET MANAGEMENT FRANCE FCP	28/02
FR0010032078	FCP DWS HAUSSMANN MONDE	DEUTSCHE ASSET MANAGEMENT FRANCE	30/09
FR0010036244	FRUCTI MONDE PEA	NATEXIS ASSET MANAGEMENT (NAM)	31/10
FR0010033720	FCP PLANINTER	NATEXIS ASSET MANAGEMENT (NAM)	04/11
FR0010030031	FEDERIS IRC ACTIONS	FEDERIS GESTION D'ACTIFS	28/10
FR0007084934	GERISO	CARDIF ASSET MANAGEMENT	06/06
FR0010018762	GLOBAL ARROW	EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT	03/10
FR0007081799	GROUPAMA EUROPACIONS	GROUPAMA GESTION	28/02
FR0010013938	GROUPAMA MONDACTIONS	GROUPAMA GESTION	28/02
FR0010013946	GROUPAMA US ACTIONS	GROUPAMA GESTION	28/02
FR0007085469	KBL FRANCE AUTOROUTES DE L'INFO	CONSEIL ET GESTION	01/07
FR0010036301	MAM ACTIONS INTERNATIONALES	MEESCHAERT ASSET MANAGEMENT	07/11
FR0007085808	METROPOLE FRONTIÈRE EUROPE	METROPOLE GESTION	31/07
FR0010035592	MULTI SELECTION BIENS RÉELS	ROTHSCHILD GESTION	23/12
FR0010019109	MULTIGEST AMÉRIQUE DOLLAR	EDMOND DE ROTHSCHILD MULTIMANAGEMENT	31/10
FR0010019091	MULTIGEST AMÉRIQUE EURO	EDMOND DE ROTHSCHILD MULTIMANAGEMENT	31/10
FR0010019083	MULTIGEST AMÉRIQUE M	EDMOND DE ROTHSCHILD MULTIMANAGEMENT	31/10
FR0010034090	OBJECTIF AMÉRIQUE DOLLAR COUVERT	SOCIÉTÉ DE MARCHÉS ET DE GESTION SOMARGEST	28/11
FR0000993958	OFIMA NEMO	OFIVALMO GESTION	25/02
FR0007080544	OPÉRA USA	PHILIPPE GESTION	17/01
FR0007081583	PERGAM FUND PICKER	PERGAM FINANCE SA	04/03
FR0010044198	POSTE OPPORTUNITES	SOGEPOSTE	23/12
FR0007080940	SAN PAOLO VALMY SMALL CAP	SANPAOLO FONDS GESTION SNC	31/01
FR0000992778	SECTORISSIME CONSOMMATION COURANTE SINOPIA SOCIÉTÉ DE GESTION		04/03
FR0000992448	SÉLECTION MULTI GÉRANTS OFFENSIF	ODDO AM - ODDO ASSET MANAGEMENT	18/02
FR0000991135	UNION EUROPE XF	CICAM - CIC ASSET MANAGEMENT	07/01
FR0007083837	VECTEUR AMÉRIQUE	RAYMOND JAMES ASSET MANAGEMENT INTERNATIONAL	07/05
FR0007083845	VECTEUR EUROPE	RAYMOND JAMES ASSET MANAGEMENT INTERNATIONAL	07/05



CODE ISIN	DÉNOMINATION	SOCIÉTÉ DE GESTION	DATE D'AGRÈMENT
FCP AGRÉÉS EN 2003 (suite)			
ACTIONS INTERNATIONALES			
FR0010008599	WASHINGTON ACTION INTERNATIONALES	GROUPAMA GESTION	05/08
FR0010036590	WASHINGTON ACTIONS EUROPEXEURO	GROUPAMA GESTION	12/12
FR0010008581	WASHINGTON INTER NOURRI 1	GROUPAMA GESTION	05/08
FR0000993339	ZELIS ACTIONS AMÉRIQUE	NATEXIS ASSET SQUARE	14/03
FR0000993321	ZELIS ASIE PACIFIQUE	NATEXIS ASSET SQUARE	14/03
ACTIONS DE PAYS DE LA ZONE EURO			
FR0007082466	AG2R ACTIONS	AG2R GESTION D'ACTIFS	21/03
FR0007080536	AVANTAGE IMMOBILIER COTE A.I.C.	CYRIL FINANCE A.M.	31/01
FR0000992372	BARCLAYS SÉLECTION PEA CROISSANCE	BARCLAYS GESTION SNC	13/02
FR0010040352	CGRCR RETRAITE ACTIONS	BFT GESTION	19/12
FR0010018333	EASYETF EURO AUTOMOBILE	AXA GESTION FCP	21/10
FR0010018341	EASYETF EURO CONSTRUCTION	AXA GESTION FCP	21/10
FR0007080395	ÉPARGNE ACTION EURO	CARDIF ASSET MANAGEMENT	10/01
FR0000989022	EQUI RECOVERY	EQUIGEST	16/12
FR0007084942	ÉTOILE ACTIONS RENDEMENT	ÉTOILE GESTION	20/06
FR0010005108	EURO ÉTHIQUE ÉPARGNE	FEDERIS GESTION D'ACTIFS	08/07
FR0010021733	CDC EURO ACTIONS	CDC ASSET MANAGEMENT EUROPE	24/10
FR0010033233	FCP CIC EUROLEADERS	CICAM - CIC ASSET MANAGEMENT	21/11
FR0010032169	FCP NATEXIS ACTIONS EURO	NATEXIS ASSET MANAGEMENT (NAM)	21/10
FR0000994378	FÉDÉRAL EURO DYNAMIQUE	FÉDÉRAL GESTION	30/04
FR0007085501	FTSEUROFIRST 80 MASTER UNIT	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	11/07
FR0010018887	LFP MICROCAPS	LA FRANCAISE DES PLACEMENTS INVESTISSEMENTS	15/07
FR0010038133	MATMUT ACTION EURO	OFIVALMO GESTION	19/12
FR0010039552	MATMUT FOCUS FRANCE	OFIVALMO GESTION	19/12
FR0010020719	MIRABAUD EURO ACTIONS	MIRABAUD GESTION SA	02/09
FR0000994451	MONETA BEST BUSINESS MODELS	MONETA ASSET MANAGEMENT	16/05
FR0010007583	PRO ACTIONS RENDEMENT	LA FRANCAISE DES PLACEMENTS INVESTISSEMENTS	15/09
FR0007083357	REGARD ACTIONS DÉVELOPPEMENT DURABLE	PRO BTP FINANCE	14/05
FR0007083852	SGAM INDEX MID CAP EURO	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ASSET MANAGEMENT ALTERNATIVE INVESTMENTS	14/05
FR0007084652	SOCIAL ACTIVE ACTIONS	SOCIÉTÉ DE GESTION DU CRÉDIT MUTUEL	06/06
FR0010021972	SYNERGY SMALLER CIES	SYCOMORE ASSET MANAGEMENT	21/11
FR0010005371	WASHINGTON ACTIONS EURO	GROUPAMA GESTION	01/08
FR0010005363	WASHINGTON EURO NOURRI 1	GROUPAMA GESTION	01/08
FR0010005272	WASHINGTON EURO NOURRI 10	GROUPAMA GESTION	01/08
FR0010005348	WASHINGTON EURO NOURRI 3	GROUPAMA GESTION	01/08
FR0010005330	WASHINGTON EURO NOURRI 4	GROUPAMA GESTION	01/08
FR0010005322	WASHINGTON EURO NOURRI 5	GROUPAMA GESTION	01/08
FR0010005355	WASHINGTON EURO NOURRI 2	GROUPAMA GESTION	01/08



CODE ISIN	DÉNOMINATION	SOCIÉTÉ DE GESTION	DATE D'AGRÈMENT
FCP AGRÉÉS EN 2003 (suite)			
ACTIONS DE PAYS DE LA ZONE EURO			
FR0010005314	WASHINGTON EURO NOURRI 6	GROUPAMA GESTION	01/08
FR0010005306	WASHINGTON EURO NOURRI 7	GROUPAMA GESTION	01/08
FR0010005298	WASHINGTON EURO NOURRI 8	GROUPAMA GESTION	01/08
FR0010005280	WASHINGTON EURO NOURRI 9	GROUPAMA GESTION	01/08
OBLIGATIONS/TITRES DE CRÉANCE LIBELLÉS EN EUROS			
FR0007079017	AG2R CASH	AG2R GESTION D'ACTIFS	04/02
FR0007082284	AG2R OBLIG	AG2R GESTION D'ACTIFS	28/02
FR0007082474	AG2R TAUX	AG2R GESTION D'ACTIFS	21/03
FR0007082540	AGIPI INFLATION	AXA GESTION FCP	25/03
FR0007083043	ANTIN OBLI INFLATION	BNP PAM - BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	28/03
FR0007084702	ASTORG EURO SPREAD	GROUPAMA GESTION	03/06
FR0000994873	BARCLAYS OBLI INFLATION	BAMF - BARCLAYS ASSET MANAGEMENT FRANCE	28/05
FR0010001602	BFT 6M	BFT GESTION	12/12
FR0010001594	BFT 90/10	BFT GESTION	12/12
FR0010001636	BFT MASTER 1	BFT GESTION	12/12
FR0010013730	BNP PARIBAS OBLI ETHEIS	BNP PAM - BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	16/09
FR0010025536	BOIELDIEU OBLIG EURO MT	GROUPAMA GESTION	17/10
FR0007080163	CAMBACERES 2014	MULTIFONDS	10/02
FR0007082714	CAMBACERES MONÉTAIRE	MULTIFONDS	28/03
FR0007084462	CENTURIA OBLIGATIONS EUROS	FINANCIÈRE CENTURIA SAS	28/05
FR0007081419	CIBLE HORIZON AVRIL OCTOBRE	GÉRER CONSEIL	21/02
FR0010036525	CIC TRÉSORERIE DYNAMIQUE	CICAM - CIC ASSET MANAGEMENT	28/03
FR0010004242	CIMAROSA PROTECTAUX	LA FRANCAISE DES PLACEMENTS INVESTISSEMENTS	22/07
FR0000993545	CMNE COURT TERME	MULTIFONDS	04/04
FR0007085816	CNP ASSUR IXIS CRÉDIT	CDC IXIS AM - CDC IXIS ASSET MANAGEMENT	11/07
FR0007082680	COFACE SOUVERAIN EUROPE	NATEXIS ASSET MANAGEMENT (NAM)	21/03
FR0007082698	COFACE TRÉSORERIE DYNAMIQUE	NATEXIS ASSET MANAGEMENT (NAM)	21/03
FR0010008698	COMÈTE	GROUPAMA GESTION	05/08
FR0007085121	CRÉDIT MUTUEL INSTITUTIONNELS TAUX VARIABLE	SOCIÉTÉ DE GESTION DU CRÉDIT MUTUEL	24/06
FR0010036566	DEXIA LOCALYS PERFORMANCE	DEXIA ASSET MANAGEMENT	26/11
FR0010012963	DWS HAUSSMANN MULTIREVENUS	DEUTSCHE ASSET MANAGEMENT FRANCE	11/07
FR0007081740	ÉCUREUIL REVENUS RÉGULIERS	ÉCUREUIL GESTION	18/02
FR0007085162	EDILE OBLIG	AGF ASSET MANAGEMENT	17/06
FR0010008664	ÉLAN EURO SIGNATURES 1-3	ROTHSCHILD GESTION	08/08
FR0007080387	ÉPARGNE OBLIG EURO	CARDIF ASSET MANAGEMENT	10/01
FR0010032177	EQUI-CONVEXITE	EQUIGEST	09/12
FR0010026146	EURO BOND CORPORATE QUALITY AA - A	FORTIS INVESTMENT MANAGEMENT FRANCE	17/10
FR0010036400	FCP CDC EURO MATURITÉ 3-5	CDC ASSET MANAGEMENT EUROPE	18/11



CODE ISIN	DÉNOMINATION	SOCIÉTÉ DE GESTION	DATE D'AGRÈMENT
FCP AGRÉÉS EN 2003 (suite)			
OBLIGATIONS/TITRES DE CRÉANCE LIBELLÉS EN EUROS			
FR0000995235	FCP DWS HAUSSMANN ÉPARGNE	DEUTSCHE ASSET MANAGEMENT FRANCE	14/05
FR0010057075	FCP ÉCUREUIL CAPITALISATION	ÉCUREUIL GESTION FCP	30/12
FR0010024422	FCP ÉCUREUIL SENSIPREMIÈRE	ÉCUREUIL GESTION FCP	05/09
FR0010028985	FCP FRUCTI-CAPI	NATEXIS ASSET MANAGEMENT (NAM)	14/10
FR0010037135	FCP FRUCTI-PREMIERE	NATEXIS ASSET MANAGEMENT (NAM)	16/12
FR0010036228	FCP FRUCTIDOR	NATEXIS ASSET MANAGEMENT (NAM)	31/10
FR0010040071	FCP OBLIGINFLATION-EURO SGAM	SGAM - SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ASSET MANAGEMENT	28/11
FR0007080817	FCP TRÉSORERIE DYNAMIQUE	NSM GESTION	24/01
FR0010027458	FEDERIS IRC OBLIGATIONS	FEDERIS GESTION D'ACTIFS	28/10
FR0010020636	FORTI-OBLIG ASSUR	FORTIS INVESTMENT MANAGEMENT FRANCE	30/09
FR0007081088	GAILLON MAITRE DYNAMIQUE	CICAM - CIC ASSET MANAGEMENT	07/02
FR0007082409	GAL OBLI MT	QUILVEST GESTION PRIVEE	11/03
FR0007082508	GROUPAMA INSTITUTIONS LT	GROUPAMA GESTION	11/03
FR0010013920	GROUPAMA OBLIG LT	GROUPAMA GESTION	14/03
FR0010008847	HELIOS CRÉDIT	EQUIGEST	08/08
FR0007080148	HERA TAUX VARIABLE PREMIÈRE	HERA FINANCE SAS	07/01
FR0007084454	HSBC UNICEF		
	INVESTISSEMENT ET PARTAGE	HSBC FINANCE FRANCE SA	28/05
FR0010004036	INTERVENTION ALLOCATION	CDC IXIS AM - CDC IXIS ASSET MANAGEMENT	25/07
FR0010003574	MÉTROPOLE OBLIGATIONS	MÉTROPOLE GESTION	22/07
FR0007080619	OBJECTIF SIGNATURES PRIVÉES CT	SOCIÉTÉ DE MARCHÉS ET DE GESTION SOMARGEST	14/01
FR0010032417	OBJECTIF SIGNATURES PRIVÉES MT	SOCIÉTÉ DE MARCHÉS ET DE GESTION SOMARGEST	30/12
FR0007085519	OBJECTIF TEC 10	GERER CONSEIL	27/06
FR0007084488	OBLI JUIN 2006	NSM GESTION	28/05
FR0010035162	OBLIDEAM EUROSREADS	IDEAM SAS	18/11
FR0007080742	PLACEMENT TRÉSORERIE DYNAMIQUE	NSM GESTION	24/01
FR0010016857	POSTE PREMIÈRE 2-3 ANS	SOGEPOSTE	31/07
FR0010016832	POSTE PREMIÈRE COURT TERME	SOGEPOSTE	31/07
FR0010008946	PRADO VAUBAN OBLIG	PRADO ÉPARGNE GESTION	12/08
FR0007083365	REGARD EURO CRÉDIT	PRO BTP FINANCE	25/04
FR0007083381	REGARD OBLIGATIONS COURT TERME	PRO BTP FINANCE	18/04
FR0007083373	REGARD OBLIGATIONS LONG TERME	PRO BTP FINANCE	18/04
FR0007084876	REUNICA LODH OBLIG	LOMBARD ODIER DARIER HENTSCH GESTION (SGP)	03/06
FR0010026005	S.A.M. EURO BONDS ALPHA	STELPHIA ASSET MANAGEMENT	24/10
FR0010027169	SINOPIA OBLIG INFLATION EURO	SINOPIA SOCIÉTÉ DE GESTION	31/10
FR0007081922	SAINT MARTIN 7	ATHÉNA GESTION	28/02
FR0007084611	SOCIAL ACTIVE OBLIGATIONS	SOCIÉTÉ DE GESTION DU CRÉDIT MUTUEL	06/06
FR0007083266	THÉORÈME	DEUTSCHE ASSET MANAGEMENT FRANCE FCP	04/04



CODE ISIN	DÉNOMINATION	SOCIÉTÉ DE GESTION	DATE D'AGRÈMENT
FCP AGRÉÉS EN 2003 (suite)			
OBLIGATIONS/TITRES DE CRÉANCE LIBELLÉS EN EUROS			
FR0010019059	TRÉSORERIE HORIZON UN AN - OCTOBRE	NSM GESTION	03/10
FR0007081096	UNION ÉVOLUTION	CICAM - CIC ASSET MANAGEMENT	07/02
OBLIGATIONS/TITRES DE CRÉANCE INTERNATIONAUX			
FR0007078043	AXA BELGIUM US HIGH YIELD	AXA GESTION FCP	14/03
FR0010018663	BARCLAYS STRATÉGIE TAUX	BAMF - BARCLAYS ASSET MANAGEMENT FRANCE	02/09
FR0010031708	CA-AM STRATÉGIE COURT TERME	CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT	24/10
FR0010009860	CENTRALE ARBITRAGE CRÉDIT	CCR GESTION	19/08
FR0010008169	CENTRALE CRÉDIT SPREAD 06/2005	CCR GESTION	08/08
FR0007080833	CLAM EURO TAUX RÉELS	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	17/01
FR0010009936	CLAM INTERNATIONAL CT	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	19/08
FR0007083977	CPR DYNASPREAD	CPR ASSET MANAGEMENT	14/05
FR0010024406	FCP ÉCUREUIL OBLIG. INTERNATIONALES	ÉCUREUIL GESTION FCP	05/09
FR0007082490	GROUPAMA INDEX INFLATION LT	GROUPAMA GESTION	11/03
FR0007083217	GROUPAMA US ÉTAT LT	GROUPAMA GESTION	08/04
FR0000994824	INDOSUEZ GLOBAL VAR	CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT	23/05
FR0000993156	OBLIG INFLATION WORLD	SINOPIA SOCIÉTÉ DE GESTION	14/03
FR0010025049	OBLILION DIVERSIFICATION	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	26/09
FR0010009944	OBLILION INTERNATIONAL CT	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	19/08
FR0007084314	SOUVERAIN TITRISATION	AXA GESTION FCP	28/05
FR0010007567	URANUS	FORTIS INVESTMENT MANAGEMENT FRANCE	31/07
MONÉTAIRE EUROS			
FR0010027888	4G MONÉTAIRE	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	12/08
FR0007082458	AG2R MONÉTAIRE	AG2R GESTION D'ACTIFS	21/03
FR0010017731	AGF SECURICASH	ATHENA GESTION	23/05
FR0007084074	BMM ASSOCIATIONS PLUS	MARTIN MAUREL GESTION	14/05
FR0010008003	BP DÉVELOPPEMENT DURABLE MONÉTAIRE	NATEXIS ASSET MANAGEMENT (NAM)	08/08
FR0000991390	CMNE TRÉSORERIE	MULTIFONDS	21/01
FR0010008862	DELTA 2	E.F.A.E.	12/08
FR0007081526	ÉCUREUIL MONEPREMIÈRE INSTITUTIONNELS	ÉCUREUIL GESTION FCP	28/02
FR0010027060	ÉTOILE FLAMEL N°1	ÉTOILE GESTION	28/10
FR0010032425	ÉTOILE MAITRE CASH 2	ÉTOILE GESTION	09/12
FR0007081864	ÉTOILE MIN MONÉTAIRE	ÉTOILE GESTION	21/02
FR0007084926	FCP BP SÉCURITÉ	NATEXIS ASSET MANAGEMENT (NAM)	10/06
FR0010004127	FCP CIC EPARCIC	CICAM - CIC ASSET MANAGEMENT	04/07
FR0010004093	FCP CIC SÉCURITÉ	CICAM - CIC ASSET MANAGEMENT	04/07
FR0010004747	FCP DWS HAUSSMANN EURO LIQUIDITÉ	DEUTSCHE ASSET MANAGEMENT FRANCE	24/06
FR0010057083	FCP ÉCUREUIL EXPANSION	ÉCUREUIL GESTION FCP	30/12
FR0010024430	FCP ÉCUREUIL MONEPREMIÈRE	ÉCUREUIL GESTION FCP	05/09



CODE ISIN	DÉNOMINATION	SOCIÉTÉ DE GESTION	DATE D'AGRÈMENT
FCP AGRÉÉS EN 2003 (suite)			
MONÉTAIRE EUROS			
FR0010057059	FCP ÉCUREUIL TRÉSORERIE	ÉCUREUIL GESTION FCP	30/12
FR0010040113	FCP FRUCTI-COURT	NATEXIS ASSET MANAGEMENT (NAM)	04/11
FR0010028373	FORTIS F TRÉSORERIE	FORTIS INVESTMENT MANAGEMENT FRANCE	03/10
FR0007080023	FRANKLIN MONÉTAIRE	COPAGEST FINANCE	07/01
FR0007080015	FRANKLIN TRÉSORERIE	COPAGEST FINANCE	07/01
FR0010003525	INTERVENTION TRÉSORERIE	CDC IXIS AM - CDC IXIS ASSET MANAGEMENT	25/07
FR0010028274	LYXOR FRANCE PROGRESSION 5	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	02/12
FR0007081278	MONESOR	INTER INVESTISSEMENTS	18/02
FR0010016816	POSTE PREMIÈRE MONÉTAIRE	SOGEPOSTE	31/07
FR0000991010	PRO-FÉDÉRAL INSTITUTIONNEL	FÉDÉRAL GESTION	03/01
FR0007083308	R MONÉTAIRE	ROTHSCHILD GESTION	08/04
FR0010011445	REUNION MONÉTAIRE	BFT GESTION	26/08
FR0000991606	SAINT-HONORÉ SÉCURITÉ	EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT	24/01
FR0000991614	SH REAL	EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT	24/01
FR0007084660	SOCIAL ACTIVE MONÉTAIRE	SOCIÉTÉ DE GESTION DU CRÉDIT MUTUEL	06/06
FR0007061932	WESTAM MONÉTAIRE PLUS	ORSAY GESTION	20/05
DIVERSIFIÉ			
FR0010027870	4G MONÉTAIRE PEA	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	12/08
FR0010033258	4G1105 ACT EMERGEN	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	07/11
FR0010033076	4G1105 ACTION EURO	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	04/11
FR0010033084	4G1105 PEA ACT EUR	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	04/11
FR0010033068	4G1105 PEA STRATEG	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	04/11
FR0010033050	4G1105 STRATÉGIQUE	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	04/11
FR0000991903	A.A.ADVISORS ALTERNATIVE STRATÉGIES	ASSET ALLOCATION ADVISORS	07/02
FR0007082136	A.G.A. VALEURS	AVIVA GESTION D'ACTIFS	25/02
FR0000994048	ADEQUITY MULTIGESTION	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	07/05
FR0007081385	ADI BEST OF II	ADI - ALTERNATIVE INVESTMENTS	15/04
FR0000992349	AGF RENDEMENT RÉEL	AGF ASSET MANAGEMENT	13/02
FR0000991325	AGIRC GESTION INDICIELLE 2	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	24/01
FR0010019265	ALLOCATION SEQUENCE 3	AFORGE GESTION	07/10
FR0000979478	ALTERAM MULTI STRATÉGIES	ALTERAM	13/02
FR0000993305	ALTIRANCE 2008	SINOPIA SOCIÉTÉ DE GESTION	07/03
FR0010007997	ALTRIX	SWAN CAPITAL MANAGEMENT	22/08
FR0010046789	APRIL TRÉSORERIE	BFT GESTION	30/12
FR0010034199	ARP-HEDGE	EUROPANEL RESEARCH & ALTERNATIVE ASSET MANAGEMENT	09/12
FR0000992455	ARRCO QUANT 1	ABF CAPITAL MANAGEMENT	21/02
FR0007082003	ARRCO QUANT 2	LOMBARD ODIER DARIER HENTSCHEG GESTION (SGP)	21/02
FR0010021444	ARTHUR CROISSANCE	MCA FINANCE	10/10
FR0010015016	ATLAS MAROC II	ATLAS GESTION OPCVM	07/11



CODE ISIN	DÉNOMINATION	SOCIÉTÉ DE GESTION	DATE D'AGRÈMENT
FCP AGRÉÉS EN 2003 (suite)			
DIVERSIFIÉ			
FR0010036962	ATOUT VERT HORIZON	CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT	26/11
FR0007084090	AXA GARANTIE 2008	AXA GESTION FCP	20/05
FR0010033241	BAREP PORTFOLIO PLUS	BAREP ASSET MANAGEMENT	16/12
FR0007084017	BFT MULTISTRATÉGIES ALTERNATIVES	BFT GESTION	14/05
FR0010003590	BMM CONVERTIBLES	MARTIN MAUREL GESTION	25/07
FR0010042622	BOURBON 7	E.F.A.E.	12/12
FR0010044222	BOURBON 8	UBS GLOBAL ASSET MANAGEMENT FRANCE SA	19/12
FR0010003202	CA AM DYNARBITRAGE VAR8	CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT	14/03
FR0000994352	CA-AM ACTIONS CLIQUET	CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT	07/05
FR0010001206	CA-AM DYNARBITRAGE VAR 4	CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT	14/05
FR0010005462	CA-AM STRATÉGIE ALTERNATIVE	CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT	11/07
FR0010031690	CA-AM STRATÉGIE MOYEN TERME	CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT	24/10
FR0010038737	CAC PLUS	EQUALT ALTERNATIVE ASSET MANAGEMENT	19/12
FR0010003582	CARDIF CLUB INSTITUTIONS	CARDIF ASSET MANAGEMENT	17/07
FR0007085436	CARDIF EXPERTISE PATRIMOINE	CARDIF ASSET MANAGEMENT	08/07
FR0007084447	CARDIF MONE MULTI	CARDIF ASSET MANAGEMENT	06/06
FR0007080650	CARMUT ACTIONS ARBITRAGE	CRÉDIT MUTUEL FINANCE	14/01
FR0000980864	CDC IXIS OBLICONVERTIBLES EURO	CDC IXIS AM - CDC IXIS ASSET MANAGEMENT	19/09
FR0007081377	CEA HSBC AM DT	HSBC AME FRANCE FCP	11/02
FR0007080957	CEA UB DT	UBS GLOBAL ASSET MANAGEMENT FRANCE SA	18/02
FR0010000646	CHAVITA	UBS GLOBAL ASSET MANAGEMENT FRANCE SA	11/07
FR0010027664	CITCO PHARMA ALTERNATIF	CITCO FUND ADVISOR	31/10
FR0010039610	CLIC HORIZONS DYNAMIQUE 2012	SINOPIA SOCIÉTÉ DE GESTION	21/11
FR0010039636	CLIC HORIZONS ÉQUILIBRE 2012	SINOPIA SOCIÉTÉ DE GESTION	21/11
FR0010039651	CLIC HORIZONS RÉSERVÉ 2012	SINOPIA SOCIÉTÉ DE GESTION	21/11
FR0010039669	CLIC HORIZONS SÉRÉNITÉ 2012	SINOPIA SOCIÉTÉ DE GESTION	21/11
FR0010021030	CNP ASSUR PERFORMANCE	CDC IXIS AM - CDC IXIS ASSET MANAGEMENT	16/09
FR0007083415	CONTI DIVERSIFIÉ	ROTHSCHILD GESTION	11/04
FR0010035964	CONTI GLOBAL	PRIGEST SA	05/12
FR0007085691	CONVICTIONS	LA FRANCAISE DES PLACEMENTS INVESTISSEMENTS	19/09
FR0007079843	CPG MULTIGEST ÉVOLUTION	OLYMPIA CAPITAL MANAGEMENT	11/03
FR0010019257	CRÉDIT MUTUEL ACTION PLUS 2009	SOCIÉTÉ DE GESTION DU CRÉDIT MUTUEL	07/10
FR0007083209	CRÉDIT MUTUEL DOUBLE ACTION	SOCIÉTÉ DE GESTION DU CRÉDIT MUTUEL	15/04
FR0010028605	CRYSTAL MULTI RÉACTIF	EDMOND DE ROTHSCHILD MULTIMANAGEMENT	07/11
FR0010013276	CS DYNATAUX	CSH GESTION PRIVÉE	19/09
FR0000980682	CS OBLICONVERTIBLES - EURO	CRÉDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT GESTION	16/09
FR0010030015	CS PHARMA ALTERNATIF	CRÉDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT GESTION	21/11
FR0007083233	CYRIL HORIZON 2 ANS	CYRIL FINANCE A.M.	04/04
FR0000993966	DAY TRADE EQUITY NEUTRAL	DTAM	17/01



CODE ISIN	DÉNOMINATION	SOCIÉTÉ DE GESTION	DATE D'AGRÈMENT
FCP AGRÉÉS EN 2003 (suite)			
DIVERSIFIÉ			
FR0000992802	DECORRELANCE	SINOPIA SOCIÉTÉ DE GESTION	07/03
FR0010016477	DEXIA INDEX ARBITRAGE	DEXIA ASSET MANAGEMENT	28/08
FR0010044412	DEXIA MULTI-ALTERNATIF	DEXIA ASSET MANAGEMENT	09/12
FR0010044388	DEXIA MULTI-ALTERNATIF DYNAMIQUE	DEXIA ASSET MANAGEMENT	09/12
FR0010033589	DEXIA MULTI-STRATÉGIES	DEXIA ASSET MANAGEMENT	07/11
FR0000992570	DEXIA PEG DURABLE DYNAMIQUE	DEXIA ASSET MANAGEMENT	13/02
FR0010019992	DRIBBLE PEA	CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT	09/09
FR0000992497	DWS RETRAITE EXPANSION	DEUTSCHE ASSET MANAGEMENT FRANCE	18/02
FR0000994923	ECOFI MUTUALITÉ - MUTUALITÉ HORIZON 5 ANS	ECOFI INVESTISSEMENTS	18/03
FR0000994915	ECOFI MUTUALITÉ - MUTUALITÉ HORIZON 8 ANS	ECOFI INVESTISSEMENTS	18/03
FR0010035741	SELECTION ALTERNATIVE	ÉCUREUIL GESTION	07/11
FR0007084413	ELAN FIDELITE PATRIMOINE	ROTHSCHILD GESTION	28/05
FR0010008938	EMERALD FUND	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	26/08
FR0010007534	ÉTOILE ORMYFON	ÉTOILE GESTION	01/08
FR0010024687	EURO VALEURS D'ENTREPRISE	LA FRANCAISE DES PLACEMENTS INVESTISSEMENTS	28/08
FR0007085782	EUROPANEL MULTISTRATÉGIES II	EUROPANEL RESEARCH & ALTERNATIVE ASSET MANAGEMENT	22/07
FR0007080361	EXPERT DIVERSIFIÉ	ODDO AM - ODDO ASSET MANAGEMENT	03/03
FR0010001644	FAMA	AXA GESTION FCP	11/07
FR0010041095	FCP BASSABLONS	SOCIÉTÉ PRIVÉE DE GESTION ET DE CONSEIL	30/12
FR0010027284	FCP CPR OBLI-RÉACTIF	CPR ASSET MANAGEMENT	14/10
FR0000995201	FCP DWS ÉNERGIA	DEUTSCHE ASSET MANAGEMENT FRANCE	23/05
FR0000995219	FCP DWS HAUSSMANN PIERRE	DEUTSCHE ASSET MANAGEMENT FRANCE	14/05
FR0010057042	FCP ÉCUREUIL EXPANSIONPLUS	ÉCUREUIL GESTION FCP	30/12
FR0000992737	FCP ÉTOILE ALTERNATIVE	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	18/02
FR0010021527	FCP ILIADE	CDC ASSET MANAGEMENT EUROPE	12/09
FR0007081294	FCP LYXOR MONDE 2	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	04/02
FR0007081286	FCP LYXOR MONDE 3	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	04/02
FR0010033225	FCP OBSIDIENNE	CICAM - CIC ASSET MANAGEMENT	18/11
FR0007083175	FCP RÉUNICA SGAM	SGAM - SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ASSET MANAGEMENT	04/04
FR0000994592	FÉDÉRAL EURO TONIQUE	FÉDÉRAL GESTION	16/05
FR0010009753	FÉDÉRAL PERSPECTIVES 2010	FÉDÉRAL GESTION	28/08
FR0010009761	FÉDÉRAL PERSPECTIVES 2015	FÉDÉRAL GESTION	28/08
FR0010009779	FÉDÉRAL PERSPECTIVES 2020	FÉDÉRAL GESTION	28/08
FR0007084272	FI SELECT ACTIONS OPPORTUNITES	FI SELECT MULTIGESTION	23/05
FR0000496994	FLORALIS	CDC IXIS PRIVATE CAPITAL MANAGEMENT	03/06
FR0007085139	FONGECFA LFG	SOCIÉTÉ DE MARCHÉS ET DE GESTION SOMARGEST	13/06
FR0007081765	FORTI OBLICONVERTIBLES EURO	FORTIS INVESTMENT MANAGEMENT FRANCE	04/03



CODE ISIN	DÉNOMINATION	SOCIÉTÉ DE GESTION	DATE D'AGRÉMENT
FCP AGRÉÉS EN 2003 (suite)			
DIVERSIFIÉ			
FR0007085790	FORTI-VILLIERS CONVERTIBLES EURO	FORTIS INVESTMENT MANAGEMENT FRANCE	04/07
FR0000992240	FT MULTISTYLE CONSERVATEUR	FRANKLIN TEMPLETON ASSET MANAGEMENT	04/02
FR0007082417	GAL VAL	QUILVEST GESTION PRIVÉE	18/03
FR0007083597	GAL VALEURS	QUILVEST GESTION PRIVÉE	23/05
FR0010019984	GALAXY HF DÉFENSIVE	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	21/10
FR0010019968	GALAXY HF EQUITY L/S	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	21/10
FR0010016212	GARANTIE 2009	AXA GESTION FCP	28/08
FR0010034892	GÉNÉRALI EURO CONVERTIBLES	GÉNÉRALI GESTION	17/10
FR0010021980	GREEN WAY MULTI-STRATÉGIES A	CRÉDIT AGRICOLE AIPG	09/09
FR0010021998	GREEN WAY MULTI-STRATÉGIES B	CRÉDIT AGRICOLE AIPG	09/09
FR0000992877	GROUPAMA ALTERNATIF TRÉSO PLUS	GROUPAMA ALTERNATIVE ASSET MANAGEMENT	04/03
FR0010013797	GROUPAMA ALTERNATIF TRÉSOPLUS II	GROUPAMA ALTERNATIVE ASSET MANAGEMENT	12/08
FR0010013805	GSD OPALE	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ASSET MANAGEMENT ALTERNATIVE INVESTMENT	01/08
FR0010014506	HARTUNG BERGMAN	CDC IXIS PRIVATE CAPITAL MANAGEMENT	19/08
FR0010028233	HGL CONVERTIBLES	HGL GESTION	07/11
FR0007083274	HOSTA PATRIMOINE	HOSTA.FI	15/04
FR0007084819	HUNTINGTON	UBS GLOBAL ASSET MANAGEMENT FRANCE SA	03/06
FR0007029210	I.F.C.G.V.1	GROUPAMA GESTION	19/09
FR0010029199	INDICIEL PLUS	EQUALT ALTERNATIVE ASSET MANAGEMENT	28/11
FR0010034884	INDOSUEZ MULTI-STRATÉGIES	CRÉDIT AGRICOLE AIPG	07/11
FR0007084710	INDOSUEZ TRIPLE OPPORTUNITÉ	CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT	17/06
FR0010010975	INDOSUEZ TRIPLE OPPORTUNITÉ II	EQUALT ALTERNATIVE ASSET MANAGEMENT	26/08
FR0010020537	INDOSUEZ VAR DYNAMIQUE	CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT	12/09
FR0007084264	INVESTISSEMENT N° 1496	SGAM - SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ASSET MANAGEMENT	16/05
FR0007084256	INVESTISSEMENT N° 1497	SGAM - SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ASSET MANAGEMENT	16/05
FR0000993511	INVESTORS TOP ECI 25 FUND	EXANE STRUCTURED ASSET MANAGEMENT	21/03
FR0010032862	IXIS ALTERNATIVE STRATÉGIES	CDC IXIS AM - CDC IXIS ASSET MANAGEMENT	17/10
FR0010032888	IXIS ALTERNATIVE STRATÉGIES D	CDC IXIS AM - CDC IXIS ASSET MANAGEMENT	17/10
FR0000991226	IXIS ELITE OPPORTUNITES	CDC IXIS PRIVATE CAPITAL MANAGEMENT	10/01
FR0010024968	KALAMAN	ROTHSCHILD GESTION	07/11
FR0010035402	KAPITAL MULTI REACTIF	EDMOND DE ROTHSCHILD MULTIMANAGEMENT	23/12
FR0007068895	LCF OBLICONVERTIBLES EURO	EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT	31/07
FR0010024224	LF DYNAMIQUE	CITCO FUND ADVISOR	24/10
FR0010001974	LFP ALLOCATION	LA FRANÇAISE DES PLACEMENTS INVESTISSEMENTS	15/07
FR0010034041	LFP CONVERTIBLES 2010	LA FRANÇAISE DES PLACEMENTS INVESTISSEMENTS	05/12
FR0010026138	LFP CONVERTIBLES ARBITRAGE	LA FRANÇAISE DES PLACEMENTS INVESTISSEMENTS	24/10
FR0010058099	VINCI INDEX VARIABLE	LA FRANÇAISE DES PLACEMENTS INVESTISSEMENTS	15/07
FR0000993008	LION GP 0407 SP500	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	14/03
FR0000994725	LION GP 0608 SP350	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	23/05



CODE ISIN	DÉNOMINATION	SOCIÉTÉ DE GESTION	DATE D'AGRÈMENT
FCP AGRÉÉS EN 2003 (suite)			
DIVERSIFIÉ			
FR0000994709	LION GP 0608 SP350 PEA	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	23/05
FR0010035147	LION GP1207 EUROPE	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	13/11
FR0010035154	LION GP1207 JAPON	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	13/11
FR0010035170	LION GP1207 PEA EU	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	13/11
FR0007080403	LOGIC ALLOCATION	MODÈLES & STRATÉGIES SA	03/01
FR0010034926	LYXOR EXPERT CASH ALTERNATIF	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	24/10
FR0010034439	LYXOR MSCI HEDGE INVEST EURO	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	24/10
FR0007083167	MACRO	OBC GESTION	22/04
FR0010031658	MAÎTRE RÉACTIVE PORTFOLIO	ASSET ALLOCATION ADVISORS	02/12
FR0010028241	MAÎTRE TAUX INVERSE	NSM GESTION	31/10
FR0000993503	MASTER TOP ECI 25 FUND	EXANE STRUCTURED ASSET MANAGEMENT	21/03
FR0010008706	MATMUT CONVERTIBLES	OFIVALMO GESTION	19/08
FR0010008987	MATMUT SÉLECTION	OFIVALMO PALMARES	19/08
FR0010041103	MATMUT STRATÉGIES	ADI - ALTERNATIVE INVESTMENTS	23/12
FR0010062117	GÉRER PERFORMANCE	GÉRER CONSEIL	23/05
FR0007081328	MÉTÉO DYNAMIQUE	HERA FINANCE SAS	21/02
FR0007084009	MÉTÉO REGULIER	HERA FINANCE SAS	07/05
FR0007083332	METROPOLE CONVERTIBLES	METROPOLE GESTION	15/04
FR0007083993	MF PERFORMANCES	CDC IXIS AM - CDC IXIS ASSET MANAGEMENT	30/04
FR0000995052	MOLINEL 14	CICAM - CIC ASSET MANAGEMENT	13/06
FR0010039412	MONETA AUDACIA	MONETA ASSET MANAGEMENT	02/12
FR0007081260	MULTI ALTERNATIF TRÉSOR	EDMOND DE ROTHSCHILD MULTIMANAGEMENT	04/02
FR0007081252	MULTI ALTERNATIF TRÉSOR "M"	EDMOND DE ROTHSCHILD MULTIMANAGEMENT	04/02
FR0007083126	MULTIGEST OBLI RÉACTIF	EDMOND DE ROTHSCHILD MULTIMANAGEMENT	15/04
FR0010036004	MULTIGEST OBLI RÉACTIF M	EDMOND DE ROTHSCHILD MULTIMANAGEMENT	15/04
FR0010011114	MULTIGESTION ALPHA INTERNATIONALE	OLYMPIA CAPITAL MANAGEMENT	16/09
FR0007083092	MULTIRENDEMENTS	CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT	28/03
FR0010019570	MULTISTARS	AXA GESTION FCP	09/09
FR0007081625	OPPORTUNITÉS & PROTECTION 901	RFS GESTION	11/04
FR0007081997	OPTI-OBLIG	ADI - ALTERNATIVE INVESTMENTS	15/04
FR0010032433	OUDART ÉNERGIES & SCIENCES	OUDART GESTION INSTITUTIONNELLE ET PRIVÉE	28/11
FR0010022046	OVAL SÉLECTION	OFIVALMO GESTION	19/08
FR0007080635	PAREURO LIBERTÉ	BNP PAM EUROPE	31/01
FR0007082037	PATRIMOINE PIERRE	VEGA MULTIMANAGER	11/03
FR0007082102	PATRIMOINE VALUE	VEGA MULTIMANAGER	07/03
FR0000991812	PEA PRUDENCE	SINOPIA SOCIÉTÉ DE GESTION	31/01
FR0010026880	PLACEMENTS OPTIMUM	NSM GESTION	28/10
FR0010018770	PLACEMENTS TAUX INVERSE	NSM GESTION	03/10
FR0007077623	PORTFOLIO ARBITRAGE	CRÉDIT AGRICOLE AIPG	11/07



CODE ISIN	DÉNOMINATION	SOCIÉTÉ DE GESTION	DATE D'AGRÈMENT
FCP AGRÉÉS EN 2003 (suite)			
DIVERSIFIÉ			
FR0010021956	PORTFOLIO GW MULTI-STRATÉGIES	CRÉDIT AGRICOLE AIPG	09/09
FR0010010736	PRACTIS 2005	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	31/07
FR0010010744	PRACTIS PEA 2005	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	31/07
FR0007083761	PRADO CIRPS	PRADO ÉPARGNE GESTION	22/04
FR0010009357	PRIVILÈGE 1-2-3	EQUALT ALTERNATIVE ASSET MANAGEMENT	26/08
FR0010027078	PRIVILÈGE II 1-2-3	EQUALT ALTERNATIVE ASSET MANAGEMENT	24/10
FR0000993909	PRO INDEX CROISSANCE	LA FRANÇAISE DES PLACEMENTS INVESTISSEMENTS	18/04
FR0000991366	PROFIL EVOLUTIF 0-100	SGAM - SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ASSET MANAGEMENT	21/01
FR0010000893	PROVENCE MULTIMONDE	CSH GESTION PRIVÉE	25/02
FR0010025544	R-MF OBLI CONVERTIBLES EURO	ROTHSCHILD GESTION	17/10
FR0007083456	RACD DIVERSIFIÉ	ODDO AM - ODDO ASSET MANAGEMENT	22/04
FR0000992331	REACTIS SÉRÉNITÉ	CDC IXIS PRIVATE CAPITAL MANAGEMENT	13/02
FR0010015917	REGENER	CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT	26/08
FR0007083514	RUBY PARTICIPATIONS	CICAM - CIC ASSET MANAGEMENT	25/04
FR0007083639	S.L.C.	TOCQUEVILLE FINANCE	18/04
FR0010028811	S.N.J.M.	MEESCHAERT ASSET MANAGEMENT	04/11
FR0010013706	SAINT DENIS 1	AXA GESTION FCP	02/09
FR0010041822	SAINT-HONORE ABSOLU	EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT	14/05
FR0010039339	SAINT-VAAST	DELUBAC ASSET MANAGEMENT	19/12
FR0010012930	SCORE GALIEN	CICAM - CIC ASSET MANAGEMENT	05/08
FR0010032953	SCORE MUTUELLE DU CHAMPAGNE	CICAM - CIC ASSET MANAGEMENT	21/11
FR0007083548	SECOURS CATHOLIQUE	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ASSET MANAGEMENT ALTERNATIVE INVESTMENTS	18/04
FR0000992430	SÉLECTION MULTI GERANTS DEFENSIF	ODDO AM - ODDO ASSET MANAGEMENT	11/02
FR0000992422	SÉLECTION MULTI GERANTS EQUILIBRE	ODDO AM - ODDO ASSET MANAGEMENT	11/02
FR0007082060	SÉLECTION PATRIMOINE	VP GESTION	04/03
FR0007082045	SEPIA HIGH YIELD	SCHELCHER PRINCE GESTION	04/03
FR0007084223	SEXTANT GRAND LARGE	AMIRAL GESTION	20/06
FR0007082888	SGAM CAPITALISATION 1	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ASSET MANAGEMENT ALTERNATIVE INVESTMENTS	25/03
FR0007082870	SGAM DISTRIBUTION 7	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ASSET MANAGEMENT ALTERNATIVE INVESTMENTS	25/03
FR0007082847	SGAM DISTRIBUTION 8	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ASSET MANAGEMENT ALTERNATIVE INVESTMENTS	25/03
FR0010003798	SGAM DIV-A	SGAM - SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ASSET MANAGEMENT	12/08
FR0007082763	SGAM INDEX OPTI EURO	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ASSET MANAGEMENT ALTERNATIVE INVESTMENTS	28/03
FR0007084835	SGAM MONE DISTRIB 4	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ASSET MANAGEMENT ALTERNATIVE INVESTMENTS	03/10
FR0007084843	SGAM MONE DISTRIB 5	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ASSET MANAGEMENT ALTERNATIVE INVESTMENTS	03/10
FR0007084850	SGAM MONE DISTRIB 6	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ASSET MANAGEMENT ALTERNATIVE INVESTMENTS	03/10
FR0010036236	SGAM MONEY CONVERT	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ASSET MANAGEMENT ALTERNATIVE INVESTMENTS	04/07
FR0007083225	SGAM MULTI STRATÉGIES ALTERNATIFS I	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ASSET MANAGEMENT ALTERNATIVE INVESTMENTS	28/05
FR0000993453	SGAM PEA SÉRÉNITÉ	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ASSET MANAGEMENT ALTERNATIVE INVESTMENTS	28/03
FR0007084645	SOCIAL ACTIVE DIVERSIFIE	SOCIÉTÉ DE GESTION DU CRÉDIT MUTUEL	06/06



CODE ISIN	DÉNOMINATION	SOCIÉTÉ DE GESTION	DATE D'AGRÈMENT
FCP AGRÉÉS EN 2003 (suite)			
DIVERSIFIÉ			
FR0007084629	SOCIAL ACTIVE SOLIDAIRE	SOCIÉTÉ DE GESTION DU CRÉDIT MUTUEL	06/06
FR0010010876	SOLENT	CARDIF ASSET MANAGEMENT	02/09
FR0010016196	STRADIVARIUS	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	07/11
FR0010024240	STRADIVARIUS SÉLECTION	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	07/11
FR0010002840	STRATEGIC EQUITY FUND-GLOBAL TITANS (SGD)	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	08/08
FR0010002816	STRATEGIC EQUITY FUND-GLOBAL TITANS (USD)	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	08/08
FR0007085113	SURVAL 53	CARDIF ASSET MANAGEMENT	17/06
FR0010028266	TAUX INVERSE	NSM GESTION	31/10
FR0010034066	TÉLÉVIE CAP 1080	SOCIÉTÉ DE GESTION DU CRÉDIT MUTUEL	28/11
FR0010035220	TÉLÉVIE CAP 1081	SOCIÉTÉ DE GESTION DU CRÉDIT MUTUEL	02/12
FR0010035238	TÉLÉVIE CAP 1082	SOCIÉTÉ DE GESTION DU CRÉDIT MUTUEL	02/12
FR0010035246	TÉLÉVIE CAP 1083	SOCIÉTÉ DE GESTION DU CRÉDIT MUTUEL	02/12
FR0007084298	TÉLÉVIE CP 1079	SOCIÉTÉ DE GESTION DU CRÉDIT MUTUEL	16/05
FR0007084827	TEMPO 5	LOMBARD ODIER DARIER HENTSCHE GASTION (SGP)	06/06
FR0010039495	TOP ECI 25 INDEX FUND	EXANE STRUCTURED ASSET MANAGEMENT	05/12
FR0007082532	TRANSATLANTIQUE FUND	CICAM - CIC ASSET MANAGEMENT	28/03
FR0007081195	TRÉSORERIE PLUS	LOUDART GESTION INSTITUTIONNELLE ET PRIVÉE	28/01
FR0010028621	UBI PHARMA ALTERNATIF	UNION BANCAIRE GESTION INSTITUTIONNELLE	04/11
FR0007080155	VARENNE VALUE	VEGA MULTIMANAGER	24/01
FR0007083746	VIGIE	NSM GESTION	16/05
FR0010030049	VOIE LACTÉE 2	SOGEPSTE	24/10
FR0007082052	VP GESTION PRIVÉE	VP GESTION	04/03
FR0000980633	WESTAM OBLICONVERTIBLES EURO	ORSAY GESTION	24/06
FR0007085543	X9	EQUALT ALTERNATIVE ASSET MANAGEMENT	22/07
GARANTI OU ASSORTI D'UNE PROTECTION			
FR0000994469	65/8	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	14/05
FR0007085758	ACTISSIMO 2007	SINOPIA SOCIÉTÉ DE GESTION	27/06
FR0007082755	AGF OCTOPLUS	ATHÉNA GESTION	04/04
FR0010004796	AGF OCTOPLUS II	ATHÉNA GESTION	19/08
FR0010043380	AGF QUADRIGE	ATHÉNA GESTION	02/12
FR0000994782	AGF VIVALTO	ATHÉNA GESTION	20/05
FR0007085725	AGROTIKI PROSTASIA 2004	RFS GESTION	11/07
FR0010024232	ALLEGRO	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	21/10
FR0007082482	ALTITUDE JUILLET 2003	GROUPAMA GESTION	07/03
FR0007083613	AMPLIFIO CONVERGENCE	NATEXIS ASSET MANAGEMENT (NAM)	22/04
FR0007083506	ANTARIUS CLIQUET INFLATION	ÉTOILE GESTION	25/04
FR0007081310	ANTARIUS INFLATION PLUS	ÉTOILE GESTION	31/01



1 : ASSET MANAGEMENT ALTERNATIVE INVESTMENTS

CODE ISIN	DÉNOMINATION	SOCIÉTÉ DE GESTION	DATE D'AGRÈMENT
FCP AGRÉÉS EN 2003 (suite)			
GARANTI OU ASSORTI D'UNE PROTECTION			
FR0010010967	ANTIN PALMARES GARANTIE 2007	BNP PAM - BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	23/09
FR0007081146	ASTRYS 2011	CICAM - CIC ASSET MANAGEMENT	11/02
FR0010034900	AXA INDICE 24	AXA GESTION FCP	18/11
FR0000995185	AXA PERFORMANCE CONFORT 2	AXA GESTION FCP	13/02
FR0010009373	AXA PERFORMANCE CONFORT 3	AXA GESTION FCP	19/08
FR0000993354	BARCLAYS PUISSANCE 6	BAMF - BARCLAYS ASSET MANAGEMENT FRANCE	28/03
FR0010015842	BARCLAYS PUR 100	BAMF - BARCLAYS ASSET MANAGEMENT FRANCE	26/08
FR0010002956	BARCLAYS SECTORISSIMO	BAMF - BARCLAYS ASSET MANAGEMENT FRANCE	04/07
FR0010045567	BARCLAYS SECTORISSIMO 2	BAMF - BARCLAYS ASSET MANAGEMENT FRANCE	23/12
FR0010036616	BNP GARANTIE BORA BORA	BNP PAM - BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	23/12
FR0007081831	BNP GARANTIE SPEEDER	BNP PAM - BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	04/03
FR0010008730	BNP GARANTIE VOLLUTO	BNP PAM - BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	26/08
FR0010008631	BNP GARANTIE VOLLUTO PEA	BNP PAM - BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	26/08
FR0010035204	BNP GARANTIE Y2	BNP PAM - BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	23/12
FR0007080627	BNP GARANTIE Z2	BNP PAM - BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	28/01
FR0000991259	BOULE DE NEIGE 2	ÉCUREUIL GESTION FCP	10/01
FR0000992125	BOULE DE NEIGE 3	ÉCUREUIL GESTION FCP	31/01
FR0000992919	BOULE DE NEIGE 4	ÉCUREUIL GESTION FCP	07/03
FR0000993891	BOULE DE NEIGE 5	ÉCUREUIL GESTION FCP	15/04
FR0007080379	CAIXABANK XENIUM GARANTI	CORTAL CONSORS FUND MANAGEMENT	04/02
FR0007083621	CAPI 20 GARANTI	BFT GESTION	07/05
FR0010015099	CAPISSIMO	SINOPIA SOCIÉTÉ DE GESTION	22/08
FR0010015107	CAPISSIMO PEA	SINOPIA SOCIÉTÉ DE GESTION	22/08
FR0010020610	CAPITAL ASSURANCE MONDE 2008	FORTIS INVESTMENT MANAGEMENT FRANCE	16/09
FR0000994550	CAPPUCCINO	ÉCUREUIL GESTION FCP	20/05
FR0000995193	CAPPUCCINO 2	ÉCUREUIL GESTION FCP	17/06
FR0010012948	CAPPUCCINO 3	ÉCUREUIL GESTION FCP	08/08
FR0010021568	CAPPUCCINO 4	ÉCUREUIL GESTION FCP	19/09
FR0010027086	CAPPUCCINO 5	ÉCUREUIL GESTION FCP	03/10
FR0010033043	CAPPUCCINO 6	ÉCUREUIL GESTION FCP	31/10
FR0010042507	CAPPUCCINO 7	ÉCUREUIL GESTION FCP	12/12
FR0010042051	CARREFOUR MONÉTAIRE +	PARGESFONDS SA	23/12
FR0000992927	CARREFOUR OPPORTUNITÉS	PARGESFONDS SA	28/02
FR0010044172	CARREFOUR OPPORTUNITÉS 2	JP MORGAN STRUCTURED FUND MANAGEMENT	19/12
FR0010025163	CCF GARANTI JUIN 2005	SINOPIA ASSET MANAGEMENT	04/11
FR0007083662	CCF OPPORTUNITÉ JUIN 2008	SINOPIA SOCIÉTÉ DE GESTION	30/04
FR0010026153	CHAMSIN	SINOPIA SOCIÉTÉ DE GESTION	04/11
FR0007084082	CIC OPTIMUM 08/2003 - 07/2009	CICAM - CIC ASSET MANAGEMENT	23/05



CODE ISIN	DÉNOMINATION	SOCIÉTÉ DE GESTION	DATE D'AGRÈMENT
FCP AGRÉÉS EN 2003 (suite)			
GARANTI OU ASSORTI D'UNE PROTECTION			
FR0010030320	CIC OPTIMUM CAP DÉCEMBRE 2009	CICAM - CIC ASSET MANAGEMENT	21/10
FR0007081237	CIC OPTIMUM DÉCEMBRE 2008	CICAM - CIC ASSET MANAGEMENT	07/02
FR0010019273	CIC OPTIMUM DÉCEMBRE 2009	CICAM - CIC ASSET MANAGEMENT	14/10
FR0007082151	CMNE PEA GARANTI 2009	MULTIFONDS	28/02
FR0007082177	CONTRAT CCF AVRIL 2008	SINOPIA SOCIÉTÉ DE GESTION	28/02
FR0007084504	CONTRAT CCF DÉCEMBRE 2004	SINOPIA SOCIÉTÉ DE GESTION	03/06
FR0007082169	CONTRAT CCF OCTOBRE 2004	SINOPIA SOCIÉTÉ DE GESTION	28/02
FR0010019240	CRÉDIT MUTUEL POTENTIEL 2009	SOCIÉTÉ DE GESTION DU CRÉDIT MUTUEL	07/10
FR0007083647	DELTA PLUS	EQUALT ALTERNATIVE ASSET MANAGEMENT	18/04
FR0007082391	DEXAWIN GARANTI 2009	RFS GESTION	11/03
FR0000993024	DRAKKAR AOUT 2007	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	14/03
FR0000991671	DRAKKAR AVRIL 2007	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	31/01
FR0010021147	DRAKKAR DÉCEMBRE 2007	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	16/09
FR0010021337	DRAKKAR DÉCEMBRE 2009	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	16/09
FR0000993016	DRAKKAR PEA AOUT 2007	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	14/03
FR0000991598	DRAKKAR PEA AVRIL 2007	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	31/01
FR0010021311	DRAKKAR PEA DÉCEMBRE 2007	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	16/09
FR0010021329	DRAKKAR PEA DÉCEMBRE 2009	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	16/09
FR0010020008	DRIBBLE ASSURANCE VIE	CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT	09/09
FR0007082094	DUO PROGRESSION 2008	FÉDÉRAL GESTION	07/03
FR0010011700	DY-NAM 6 MOIS 3/9	NATEXIS ASSET MANAGEMENT (NAM)	16/09
FR0010018325	ÉCOFI GARANTI 2006	ECOFI INVESTISSEMENTS	19/09
FR0007082029	ÉCOFI INFLATION 2006	ECOFI INVESTISSEMENTS	01/04
FR0010042010	ÉCUREUIL GARANTI 2010	ÉCUREUIL GESTION FCP	05/12
FR0000994139	ÉNERGETIC	CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT	07/05
FR0000993875	ÉNERGETIC PEA	CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT	22/04
FR0000993883	ÉNERGETIC PEA 2	CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT	22/04
FR0000992588	ÉTOILE PEA AVRIL 2011	ÉTOILE GESTION	25/02
FR0000994485	EUCLIDE	ODDO AM - ODDO ASSET MANAGEMENT	16/05
FR0007081229	EUROPTIMA	RFS GESTION	18/02
FR0007081054	FCP GARANTIE TOP 18	BNP PAM - BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	11/02
FR0010028670	FIDJI	BNP PAM - BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	18/11
FR0010028688	FIDJI PEA	BNP PAM - BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	18/11
FR0010020669	FLEXEO CONFIANCE	CDC IXIS AM - CDC IXIS ASSET MANAGEMENT	12/09
FR0010018283	FORMULO	SOGEPSTE	28/08
FR0010042531	FORMULO - MARS 2004	SOGEPSTE	12/12
FR0010016717	FORMULO PEA	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	28/08
FR0010035972	FORMULO PEA - MARS 2004	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	12/12



CODE ISIN	DÉNOMINATION	SOCIÉTÉ DE GESTION	DATE D'AGRÈMENT
FCP AGRÉÉS EN 2003 (suite)			
GARANTI OU ASSORTI D'UNE PROTECTION			
FR0007082896	FORTI RENDEMENT 2008	FORTIS INVESTMENT MANAGEMENT FRANCE	01/04
FR0010008151	GARANTI ACTIONS OCTOBRE 2008	FÉDÉRAL GESTION	09/09
FR0010019232	GARANTIE GOLIATH	BNP PAM - BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	07/10
FR0010030007	GÉNÉRALI HORIZON 5 ANS	GENERALI GESTION	26/11
FR0010015032	IENA ACTIONS 2007	BFT GESTION	16/09
FR0007084728	INDOSUEZ CAP SECTEURS	CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT	17/06
FR0007080643	INDOSUEZ DIVIDENDES	EQUALT ALTERNATIVE ASSET MANAGEMENT	17/01
FR0007061957	INVESTISSEMENT N°519	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ASSET MANAGEMENT ALTERNATIVE INVESTMENTS	02/12
FR0000993487	LION JUILLET 2011	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	28/03
FR0007081567	LORRAINE ÉVOLUTION	EQUALT ALTERNATIVE ASSET MANAGEMENT	13/02
FR0010029884	MAGNÉSIUM DÉCEMBRE 2003	CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT	21/10
FR0010044669	MAGNÉSIUM MARS 2004	CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT	19/12
FR0010002832	MERKUR TOP PLUS 2011	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	05/09
FR0010002824	MERKUR TOP PLUS 2021	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	05/09
FR0000992562	MODULEO INTEGRAL	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ASSET MANAGEMENT ALTERNATIVE INVESTMENTS	21/02
FR0000992505	MONESTAR 3	BAMF - BARCLAYS ASSET MANAGEMENT FRANCE	21/02
FR0007081153	MONÉTISSIMO 2004	SINOPIA SOCIÉTÉ DE GESTION	31/01
FR0010010983	MONÉTISSIMO JUIN 2005	SINOPIA SOCIÉTÉ DE GESTION	02/09
FR0000993842	MONZA	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	25/04
FR0007084967	MORGAN STANLEY AKTIEN PROTEKT	PARGESFONDS SA	31/07
FR0000994121	NUTRIO	CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT	30/04
FR0007082276	OPPORTUNITÉS & PROTECTION 902	RFS GESTION	28/02
FR0007083563	OPTIMAX 2006	FORTIS INVESTMENT MANAGEMENT FRANCE	30/04
FR0007082334	OPTIMEO SEXTO	OFIVALMO GESTION	14/05
FR0007083969	PATRIMÉO VIE	OFIVALMO GESTION	07/05
FR0010014647	PATRIMÉO VIE 2	OFIVALMO GESTION	19/09
FR0010012955	POSITIVE 2008	SINOPIA SOCIÉTÉ DE GESTION	12/08
FR0010024745	PRIVILÈGE 36	AXA GESTION FCP	26/09
FR0010044925	QUARTZ ASSURANCE VIE	CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT	16/12
FR0010044933	QUARTZ PEA	CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT	16/12
FR0007084694	QUINTISSIMO 2008	SINOPIA SOCIÉTÉ DE GESTION	28/05
FR0007081559	REALE OPTIMIZ	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	18/02
FR0000993297	RECOVERY 3.5	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	01/04
FR0010008789	RETURN 10	ODDO AM - ODDO ASSET MANAGEMENT	25/07
FR0010007559	SELECTI 10 GARANTI	BFT GESTION	12/08
FR0007084025	SÉLECTION STAR	JP MORGAN STRUCTURED FUND MANAGEMENT	10/06
FR0010030650	SEMERIA GARANTI	CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT	28/10
FR0007082789	SERENEO PEA 2	NATEXIS ASSET MANAGEMENT (NAM)	18/03



CODE ISIN	DÉNOMINATION	SOCIÉTÉ DE GESTION	DATE D'AGRÈMENT
FCP AGRÉÉS EN 2003 (suite)			
GARANTI OU ASSORTI D'UNE PROTECTION			
FR0007082771	SERENEO VIE 2	NATEXIS ASSET MANAGEMENT (NAM)	18/03
FR0010014639	SERENEO VIE 3	NATEXIS ASSET MANAGEMENT (NAM)	05/09
FR0007083407	SERENIPLUS 2004	SINOPIA SOCIÉTÉ DE GESTION	18/04
FR0007083803	SGAM MONE GARANTI 1	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ASSET MANAGEMENT ALTERNATIVE INVESTMENTS	31/07
FR0007083811	SGAM MONE GARANTI 2	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ASSET MANAGEMENT ALTERNATIVE INVESTMENTS	31/07
FR0007083829	SGAM MONE GARANTI 3	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ASSET MANAGEMENT ALTERNATIVE INVESTMENTS	31/07
FR0007083431	SGAM MONE GARANTIE	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ASSET MANAGEMENT ALTERNATIVE INVESTMENTS	18/04
FR0010025171	SKANDIA EURO GUARANTEED FUND 2019	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	26/11
FR0007081781	SOCIATIS 3	ÉCUREUIL GESTION	11/03
FR0007080528	SOGELIUM 2 GARANTI	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	07/03
FR0007082193	SOGELIUM 2 GARANTI ASSURANCE	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	07/03
FR0007081161	SOGELIUM 2 GARANTI PEA	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	07/03
FR0007084348	SOGELIUM 3 GARANTI	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	03/06
FR0007084363	SOGELIUM 3 GARANTI ASSURANCE	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	03/06
FR0007084355	SOGELIUM 3 GARANTI PEA	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	03/06
FR0007080577	SOGELIUM GARANTI	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	28/01
FR0007080429	SOGELIUM GARANTI ASSURANCE	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	31/01
FR0007080585	SOGELIUM GARANTI PEA	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	28/01
FR0010028787	SOGELYRE 2 GARANTI	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	21/11
FR0010028803	SOGELYRE 2 GARANTI ASSURANCE	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	21/11
FR0010028795	SOGELYRE 2 GARANTI PEA	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	21/11
FR0010013227	SOGELYRE GARANTI	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	05/09
FR0010013235	SOGELYRE GARANTI ASSURANCE	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	05/09
FR0010013219	SOGELYRE GARANTI PEA	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	05/09
FR0007082201	SOGEPRIME 2 GARANTI	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	07/03
FR0007082227	SOGEPRIME 2 GARANTI ASSURANCE	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	07/03
FR0007082219	SOGEPRIME 2 GARANTI PEA	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	07/03
FR0007082235	SOGEPRIME 2 SÉCURITÉ PEA	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	07/03
FR0007084371	SOGEPRIME 3 GARANTI	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	03/06
FR0007084405	SOGEPRIME 3 GARANTI ASSURANCE	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	03/06
FR0007084389	SOGEPRIME 3 GARANTI PEA	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	03/06
FR0007084397	SOGEPRIME 3 SÉCURITÉ PEA	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	03/06
FR0007080411	SOGEPRIME GARANTI	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	14/01
FR0007080825	SOGEPRIME GARANTI ASSURANCE	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	14/01
FR0007080569	SOGEPRIME GARANTI PEA	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	14/01
FR0007080551	SOGEPRIME SÉCURITÉ PEA	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	14/01
FR0010015891	SOGESEPTUOR GARANTI PEA	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ASSET MANAGEMENT ALTERNATIVE INVESTMENTS	14/10
FR0000992687	STEP PEA 2	CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT	28/02
FR0000991085	TALISMAN 04.05	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	07/01
FR0000991309	TALISMAN PEA 04.05	CLAM - CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	07/01



CODE ISIN	DÉNOMINATION	SOCIÉTÉ DE GESTION	DATE D'AGRÈMENT
FCP AGRÉÉS EN 2003			
GARANTI OU ASSORTI D'UNE PROTECTION			
FR0010035550	TARGET 120 PROTECTED FUND (SGD)	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	23/12
FR0010039560	TARGET 120 PROTECTED FUND (USD)	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	23/12
FR0000993826	TERRA GARANTI	CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT	22/04
FR0010013722	UFF CLIC OPPORTUNITE 2012	RFS GESTION	05/09
FR0007083951	UNIDESIO 2+4	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	16/05
FR0010016501	UNION DYNAMIQUE 1	CICAM - CIC ASSET MANAGEMENT	28/08
FR0010003558	V12	AXA GESTION FCP	26/08
FR0000994162	VISION II	AXA GESTION FCP	07/05
FR0000992596	VITAL ACTIF PROTEGE ALTEO	PARGESFONDS SA	25/02
FR0007083696	VITALIZ JUIN 2003	CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT	07/05
FR0010014167	VITALIZ NOVEMBRE 2003	CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT	26/09
FR0010008359	VIVANGO PEA SEPTEMBRE 2003	SOGEPSTE	03/06
FR0010008342	VIVANGO SEPTEMBRE 2003	SOGEPSTE	03/06
FR0010040279	X6 GARANTI	CDC IXIS AM - CDC IXIS ASSET MANAGEMENT	05/12
FR0007082524	ZELIS GARANTI 3	NATEXIS ASSET SQUARE	21/03
FR0010009928	ZELIS GARANTI 4	NATEXIS ASSET SQUARE	26/08

TABLEAU XII : Répartition de l'actif net et nombre d'OPCVM au 31 décembre 2003

	[I] (HORS SICAV NOURRICIÈRES)				[II] (HORS FCP NOURRICIERS)				[I + II] (HORS OPCVM NOURRICIERS)			
	SICAV		DONT NON OFFERT AU PUBLIC		FCP		DONT NON OFFERT AU PUBLIC		OPCVM		DONT NON OFFERT AU PUBLIC	
ACTIF NET ET NOMBRE D'OPCVM												
Encours en milliards d'Euros	ENCOURS	NBRE	ENCOURS	NBRE	ENCOURS	NBRE	ENCOURS	NBRE	ENCOURS	NBRE	ENCOURS	NBRE
Actions françaises	26,6	95	0	1	18,2	287	2,7	23	44,8	382	2,7	24
Actions des pays de la CE	8,2	47			8,9	172	0,2	3	17,1	219	0,2	3
Actions de pays de la zone euro	15,1	68			15,5	219	2,1	38	30,6	287	2,1	38
Actions internationales	17,3	207	0	1	38,8	668	8,7	116	56,1	875	8,7	117
Oblig/titres de créance libel. en euro	35,3	190	0,2	3	57,9	681	13,4	171	93,2	871	13,6	174
Oblig/titres de créance internationaux	8,3	70	0,4	4	56,5	237	5,4	53	64,8	307	5,8	57
Monétaire euro	131,7	139	2,5	2	147,7	304	5,8	27	279,4	443	8,3	29
Monétaire à vocation internationale	0,2	3			1	19			1,2	22		
Diversifié	28,2	233	1,3	17	170	2727	47	811	198,2	2960	48,3	828
Garanti ou assorti d'une protection	0,4	7			57,8	891	1	28	58,2	898	1	28
TOTAL	271,3	1059	4,4	28	572,3	6205	86,3	1270	843,6	7264	90,7	1298

TABLEAU XIII : Répartition de l'actif net (en milliards d'euros) et nombre d'OPCVM (hors OPCVM nourriciers) au 31 décembre de chaque année

	[I] SICAV (HORS SICAV NOURRICIÈRES)									
	1999		2000		2001		2002		2003	
	ENCOURS	NBRE	ENCOURS	NBRE	ENCOURS	NBRE	ENCOURS	NBRE	ENCOURS	NBRE
ACTIF NET ET NOMBRE D'OPCVM										
Actions françaises	47,7	118	56,3	128	41,5	122	25	109	26,6	95
Actions internationales	31,0	207	35,7	256	27,3	273	17,6	247	8,2	47
Actions de pays de la zone euro	10,0	55	15,0	73	18,1	75	13,9	73	17,3	207
Actions de la communauté européenne							3	14	15,1	68
Oblig/titres de créance libellés en euro	54,6	275	46,9	252	44,2	225	38,6	205	35,3	190
Oblig/titres de créance internationaux	9,1	90	10,0	83	10,2	81	8,9	78	8,3	70
Monétaire euro	122,4	220	116,7	192	130,5	174	139,4	157	131,7	139
Monétaire à vocation internationale	0,4	4	0,7	4	0,6	4	0,3	3	0,2	3
Diversifié	38,1	232	44,0	253	38,7	255	27,4	240	28,2	233
Garanti ou assorti d'une protection	0,5	9	0,5	14	0,4	10	0,3	7	0,4	7
TOTAL	313,8	1210	325,8	1255	311,5	1219	274,4	1133	271,3	1 059

TABLEAU XIV : Répartition de l'actif net (en milliards d'euros) et nombre d'OPCVM (y compris les nourriciers) au 31 décembre de chaque année

	[I] SICAV (Y COMPRIS NOURRICIÈRES)					
	2003		2002		VARIATION	VAR. DU NBRE
	ENCOURS	NBRE	ENCOURS	NBRE	ENCOURS	DE PRODUITS
ACTIF NET ET NOMBRE D'OPCVM						
Actions françaises	27,0	97	25,3	111	6,7%	-14
Actions des pays de la CE	8,2	47	3,0	14	-	33
Actions de pays de la zone euro	15,2	70	14,0	75	8,6%	-5
Actions internationales	18,8	211	18,9	251	-0,5%	-40
Oblig/titres de créance libellés en euro	36,6	200	40,8	215	-10,3%	-15
Oblig/titres de créance internationaux	8,3	72	9,0	80	-7,8%	-8
Monétaire euro	144,8	167	146,5	181	-1,2%	-14
Monétaire à vocation internationale	0,2	3	0,3	3	-33,3%	-
Diversifié	28,2	234	27,4	240	2,9%	-6
Garanti ou assorti d'une protection	0,4	7	0,3	7	33,3%	-
TOTAL	287,7	1 108	285,5	1 177	0,8%	-69

[II] FCP (HORS FCP NOURRICIERS)										[I]+[II] OPCVM (HORS OPCVM NOURRICIERS)									
1999		2000		2001		2002		2003		1999		2000		2001		2002		2003	
ENCOURS	NBRE	ENCOURS	NBRE	ENCOURS	NBRE	ENCOURS	NBRE	ENCOURS	NBRE	ENCOURS	NBRE	ENCOURS	NBRE	ENCOURS	NBRE	ENCOURS	NBRE	ENCOURS	NBRE
22,0	363	26,5	374	23,0	366	17,3	342	18,2	287	69,7	481	82,8	502	64,5	488	42,3	451	44,8	382
37,4	499	40,9	588	41,2	687	31,6	706	8,9	172	68,4	706	76,6	844	68,5	960	49,1	953	17,1	219
7,0	113	10,2	139	12,7	182	12,1	227	38,8	668	16,9	171	25,2	212	30,8	257	26	300	56,1	875
						1,4	60	15,5	219							4,4	74	30,6	287
42,9	791	41,3	727	45,1	676	47,7	663	57,9	681	97,5	1066	88,2	979	89,3	901	86,4	868	93,2	871
14,8	269	27,7	236	35,6	234	47,0	239	56,5	237	23,9	359	37,7	319	45,8	315	56	317	64,8	307
52,2	373	78,8	349	101,3	325	124,2	306	147,7	304	174,6	593	195,5	541	231,8	499	263,5	463	279,4	443
0,8	21	0,8	15	1,2	18	0,9	20	1,0	19	1,2	25	1,5	19	1,8	22	1,2	23	1,2	22
124,4	2256	155,0	2528	151,8	2631	147,4	2706	170,0	2727	162,5	2485	199,0	2781	190,5	2886	174,8	2946	198,2	2960
33,5	693	32,8	702	37,2	744	45,6	802	57,8	891	34,1	702	33,3	716	37,6	754	45,9	809	58,2	898
335,0	5378	414,0	5658	449,1	5863	475,2	6071	572,3	6205	648,8	6588	739,8	6913	760,6	7082	749,6	7204	843,6	7264

[II] FCP (Y COMPRIS NOURRICIERS)						[I]+[II] OPCVM (Y COMPRIS NOURRICIERS)					
2003		2002		VARIATION	VAR. DU NBRE	2003		2002		VARIATION	VAR. DU NBRE
ENCOURS	NBRE	ENCOURS	NBRE	ENCOURS	DE PRODUITS	ENCOURS	NBRE	ENCOURS	NBRE	ENCOURS	DE PRODUITS
19,5	330	18,7	394	4,3%	-64	46,5	427	44,0	505	5,7%	-78
9,4	185	1,4	61	-	124	17,6	232	4,4	75	-	157
16,7	263	12,5	253	33,6%	10	31,9	333	26,5	328	20,4%	5
40,4	736	32,4	759	24,7%	-23	59,2	947	51,3	1 010	15,4%	-63
60,9	742	49,4	712	23,3%	30	97,5	942	90,2	927	8,1%	15
57,8	264	48,1	264	20,2%	-	66,1	336	57,1	344	15,8%	-8
182,6	456	156,4	446	16,8%	10	327,4	623	302,9	627	8,1%	-4
1,0	20	0,9	21	11,1%	-1	1,2	23	1,2	24	0,0%	-1
175,4	2 904	152,0	2 896	15,4%	8	203,6	3 138	179,4	3 136	13,5%	2
58,0	898	45,7	808	26,9%	90	58,4	905	46,0	815	27,0%	90
621,7	6 798	517,5	6 614	20,1%	184	909,4	7 906	803,0	7 791	13,3%	115

2

Les fonds communs de placement d'entreprise - FCPE

TABLEAU XV : Structure, évolution des actifs et du nombre de FCPE

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
ÉVOLUTION DU NOMBRE DE FCPE ET DE L'ENCOURS									
Nombre de FCPE	3 803	3 669	3 477	3 610	3 462	3 406	3 499	3 600	3 352
Évolution en %	-0,4	-3,5	-5,2	3,8	-4,1	-1,62	2,73	2,89	-6,89
Encours en millions d'euros	19 021	21 805	28 278	35 341	50 545	54 768	53 189	47 434	56 016
Évolution en %	11,1 %	14,6 %	29,7 %	25,0 %	43,0 %	8,4 %	-2,9 %	-10,8 %	18,1 %

	1998		1999		2000		2001	
ÉVOLUTION DES ACTIFS NETS	MONTANT	%	MONTANT	%	MONTANT	%	MONTANT	%
Actions de l'entreprise	13 427	38	22 500	44,5	26 753	48,8	24 828	46,7
Obligations de l'entreprise	2 093	5,9	1 671	3,3	1 841	3,4	1 806	3,4
SICAV + FCP	7 289	22,1	9 401	18,6	10 941	20,0	9 960	18,7
FCC	68	0,2	49	0,1	56	0,1	88	0,2
Actions françaises & assimilées	4 870	13,8	7 578	15	6 558	12,0	6 873	12,9
Obligations françaises & assimilées	4 146	11,7	4 383	8,7	3 905	7,1	3 959	7,4
Valeurs étrangères	1 601	4,5	3 776	7,5	4 232	7,7	4 804	9,0
TCN	888	2,5	1 167	2,3	1 063	1,9	1 232	2,3
Liquidités et autres emplois	1 073	1	440	0,9	414	0,8	444	0,8
Emprunts en espèces et autres dettes	-114	-0,3	-420	-0,8	-995	-1,8	-805	-1,5
ACTIF NET EN MILLIONS D'EUROS	35 341	100,0	50 545	100,0	54 768	100,0	53 189	100,0

TABLEAU XVI : Versements et rachats (en millions d'euros)

	1998		1999		2000		2001	
VERSEMENTS ET RACHATS	MONTANT	%	MONTANT	%	MONTANT	%	MONTANT	%
Réserve spéciale de participation	2 087	29,6	2 693	26,4	3 040	23,8	3 648	31,6
Versements volontaires des salariés	2 854	40,5	4 205	41,2	4 580	35,9	3 397	29,4
Versements complémentaires	684	9,7	707	6,9	775	6,1	956	8,3
Autres versements	1 416	20,1	2 593	25,4	4 361	34,2	3 535	30,6
Total des versements bruts	7 041	100	10 198	100	12 756	100	11 536	100
Total des rachats	4 576		6 671		8 254		7 764	
RATIO RACHATS/VERSEMENTS	65 %		65 %		65 %		67 %	

2002		2003	
MONTANT	%	MONTANT	%
20 070	42,3	24 505	43,7
1 940	4,1	2 005	3,6
12 532	26,4	14 862	26,5
37	0,1	47	0,1
4 364	9,2	4 911	8,8
4 888	10,3	5 370	9,6
3 124	6,7	2 794	5,0
1 133	2,3	1 804	3,2
326	0,7	535	1,0
-963	-2,1	-817	-1,5
47 434	100,0	56 016	100,0

2002		2003	
MONTANT	%	MONTANT	%
3 532	34,3	3 493	27,4
3 454	33,6	3 533	27,8
944	9,2	978	7,7
2 349	22,9	4 726	37,1
10 306	100	12 730	100
7 024		8 157	
68%		64%	

C

Les fonds communs de créances (FCC)

TABLEAU XVII : Les sociétés de gestion de fonds communs de créances

LISTE DES SOCIÉTÉS DE GESTION AYANT REÇU UN AGRÉMENT EN 2003 :
Néant
LISTE DES SOCIÉTÉS DE GESTION DONT LE NUMÉRO D'AGRÉMENT A ÉTÉ RETIRÉ :
Néant
LISTE DES SOCIÉTÉS DE GESTION DONT LE NUMÉRO D'AGRÉMENT A ÉTÉ RETIRÉ À LA DEMANDE DE LA SOCIÉTÉ DE GESTION :
Néant

TABLEAU XVIII : Enregistrement et visas de FCC ou de compartiments de FCC en 2003

LISTE DES FCC CRÉÉS, ENREGISTRÉS EN 2003				
N°	DATE	NOM DU FCC	SOCIÉTÉ DE GESTION	DÉPOSITAIRE
R 03-01	25/03	STORE CONSUMERS FINANCE	PARIS TITRISATION	BANQUE DU GROUPE CASINO
R 03-02	22/07	FCC COPY FIRST	FRANCE TITRISATION	BRED-BANQUE POPULAIRE
R 03-03	10/12	DOMOS 2003	FRANCE TITRISATION	BNP PARIBAS

LISTE DES COMPARTIMENTS DE FCC ENREGISTRÉS EN 2003					
N°	DATE	NOM DU FCC	COMPARTIMENT	SOCIÉTÉ DE GESTION	DÉPOSITAIRE
RC 03-01	25/03	STORE CONSUMERS FINANCE	RETAIL CARDS 1	PARIS TITRISATION	BANQUE DU GROUPE CASINO
RC 03-02	22/07	FCC COPY FIRST	FCC COPY FIRST COMPARTIMENT 2003-1	FRANCE TITRISATION	BRED – BANQUE POPULAIRE
RC 03-03	17/11	LOGGIAS	COMPARTIMENT LOGGIAS 2003-1	FRANCE TITRISATION	BRED – BANQUE POPULAIRE

LISTE DES VISAS ACCORDÉS À DES FCC EN 2003					
N°	DATE	NOM DU FCC	COMPARTIMENT	SOCIÉTÉ DE GESTION	DÉPOSITAIRE
03-01	31/03	STORE CONSUMER FINANCE	RETAIL CARDS 1	PARIS TITRISATION	BANQUE DU GROUPE CASINO
03-02	22/04	CIF ASSETS	CIF ASSETS 2001-1	PARIS TITRISATION	CCCIF ¹
03-03	28/07	FCC COPY	FCC COPY FIRST COMPARTIMENT 2003-1	FRANCE TITRISATION	BRED – BANQUE POPULAIRE
03-04	22/10	CIF ASSETS	CIF ASSETS 2001-1	PARIS TITRISATION	CCCIF ¹
03-05	17/11	LOGGIAS	COMPARTIMENT LOGGIAS 2003-1	FRANCE TITRISATION	BRED – BANQUE POPULAIRE
03-06	22/12	DOMOS 2003	-	FRANCE TITRISATION	BNP PARIBAS

1 : CCCIF : Caisse centrale du crédit immobilier de France

TABLEAU XIX : Nombre de FCC publics et encours gérés (en milliards d'euros)

	2001	2002	2003	
NOMBRE DE FCC PUBLICS ET ENCOURS GÉRÉS				
FCC CRÉÉS				
Nombre en fin de période	205	207	210	
Montant total à l'émission en fin de période	45,90	51,50	55,11	
FCC " VIVANTS "				
Nombre en fin de période	83	58	60	
Montant de l'encours résiduel en fin de période	15,23	17,3	18	

D

Les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI)

TABLEAU XX : Les sociétés de gestion de SCPI

LISTE DES SOCIÉTÉS DE GESTION DE SCPI AYANT REÇU UN AGRÉMENT :				
Néant				
LISTE DES SOCIÉTÉS DE GESTION DE SCPI DONT L'AGRÉMENT A ÉTÉ RETIRÉ :				
Néant				
LISTE DES SOCIÉTÉS DE GESTION DE SCPI DONT L'AGRÉMENT A ÉTÉ RETIRÉ À LA DEMANDE DES SOCIÉTÉS DE GESTION				
AGRÉMENT				
N°	DATE	SOCIÉTÉ DE GESTION	ADRESSE	DATE DE RETRAIT
1995-53	28/01/95	GIGNOUX LEMAIRE SA	2, rue Alexandre 1 ^{er} de Yougoslavie - 38000 GRENOBLE	01/09/03
1995-18	23/03/95	NATEXIS IMMO SERVICES	68-76, quai de la Rapée - 75506 PARIS CEDEX 12	29/07/03
1995-12	09/03/95	HAUSSMANN PATRIMOINE GESTION	100, esplanade du Général de Gaulle - Cœur Défense Tour B - La Défense 4 - 92932 PARIS LA DEFENSE CEDEX	26/06/03

TABLEAU XXI : Les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) en 2003

LISTE DES SCPI DONT LA NOTE D'INFORMATION A REÇU UN VISA				
N° DE VISA	DATE DE VISA	SCPI	NATURE DE L'OPÉRATION	SOCIÉTÉ DE GESTION
03-001	21/01	FONCIÈRE REMUSAT	MISE À JOUR	FIMMOGEST
03-002	13/02	HAUSSMANN IMMOBILIER	MISE À JOUR	UNIGER
03-003	28/02	L'OUSTAL DES AVEYRONNAIS	MISE À JOUR	UNIGER
03-004	11/03	RIVOLI AVENIR PATRIMOINE	CRÉATION	CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT IMMOBILIER
03-005	31/03	FRUCTIPIERRE	MISE À JOUR	NATEXIS IMMO PLACEMENT
03-006	23/04	GENEHABITAT 5	MISE À JOUR	GESTINVIM
03-007	08/07	VALEUR PIERRE UNION	MISE À JOUR	ANTIN VENDOME
03-008	06/05	INVESTIPIERRE	MISE À JOUR	ANTIN VENDOME
03-009	15/05	UNIDELTA HABITAT 1	MISE À JOUR	DELTAGER
03-010	15/05	UNIDELTA	MISE À JOUR	DELTAGER
03-011	24/06	ACTIPIERRE 3	MISE À JOUR	ACTIGESTION
03-012	25/06	DISTRIPIERRE 1	MISE À JOUR	IMMOVALOR GESTION
03-013	08/07	FRUCTIFONDS IMMOBILIER	OUVERTURE AU PUBLIC	NATEXIS IMMO PLACEMENT
03-014	08/07	ÉPARGNE FONCIERE	MISE À JOUR	UFG IMMOBILIER
03-015	04/08	CRÉDIT MUTUEL PIERRE 1	MISE À JOUR	UFG IMMOBILIER
03-016	04/08	IMMOFONDS 4	MISE À JOUR	UFG IMMOBILIER
03-017	04/08	MULTIMMOBILIER 1	MISE À JOUR	UFG IMMOBILIER
03-018	04/08	MULTIMMOBILIER 2	MISE À JOUR	UFG IMMOBILIER
03-019	12/08	MULTIHABITAT 1	MISE À JOUR	UNION FRANCAISE DE GESTION
03-020	13/08	DOMIRENTE 1	MISE À JOUR	UFG IMMOBILIER
03-021	13/08	FINANCE HABITAT 1	MISE À JOUR	UFG IMMOBILIER
03-022	13/08	FINANCE HABITAT II	MISE À JOUR	UFG IMMOBILIER
03-023	25/08	RENOVAPIERRE 1	MISE À JOUR	UFG IMMOBILIER
03-024	25/08	MULTICOMMERCE	MISE À JOUR	UFG IMMOBILIER
03-025	08/09	IMMAUVERGNE	MISE À JOUR	CENTRE AUVERGNE IMMOBILIER
03-026	18/09	BARCLAYS PIERRE	MISE À JOUR	NATEXIS IMMO PLACEMENT
03-027	18/09	FRUCTIREGIONS	MISE À JOUR	NATEXIS IMMO PLACEMENT
03-028	29/09	IMMO-PLACEMENT	MISE À JOUR	CABINET VOISIN
03-029	10/10	HAUSSMANN IMMOBILIER	MISE À JOUR	UNIGER
03-030	13/10	GENEPIERRE	MISE À JOUR	GESTINVIM
03-031	13/10	CRÉDIT MUTUEL PIERRE PATRIMOINE 1	MISE À JOUR	UFG IMMOBILIER
03-032	28/10	FONCIA PIERRE RENDEMENT	MISE À JOUR	FONCIA PIERRE GESTION
03-033	28/10	ACTI HABITAT 1	MISE À JOUR	ACTIGESTION
03-034	28/10	ACTIPIERRE 1	MISE À JOUR	ACTIGESTION
03-035	28/10	ACTIPIERRE	MISE À JOUR	ACTIGESTION
03-036	28/10	ATOUT PIERRE DIVERSIFICATION	MISE À JOUR	CILOGER
03-037	28 /10	IMMO'POSTE	MISE À JOUR	CILOGER



LISTE DES SCPI DONT LA NOTE D'INFORMATION A REÇU UN VISA

N° DE VISA	DATE DE VISA	SCPI	NATURE DE L'OPÉRATION	SOCIÉTÉ DE GESTION
03-038	28/10	PIERRE-ÉCUREUIL HABITAT	MISE À JOUR	CILOGER
03-039	30/10	UNIDOMO 7	MISE À JOUR	UNIGER
03-040	30/10	UNIDOMO 8	MISE À JOUR	UNIGER
03-041	30/10	UNIDOMO 9	MISE À JOUR	UNIGER
03-042	18/11	VALEUR PIERRE 1	MISE À JOUR	ANTIN VENDOME
03-043	18/11	VALEUR PIERRE 3	MISE À JOUR	ANTIN VENDOME
03-044	18/11	VALEUR PIERRE 6	MISE À JOUR	ANTIN VENDOME
03-045	18/11	VALEUR PIERRE PATRIMOINE	MISE À JOUR	ANTIN VENDOME

LISTE DES VISAS RETIRÉS EN 2003 À DES SCPI

NÉANT

LISTE DES SCPI DISSOUTES EN 2003

SCPI	SOCIÉTÉ DE GESTION	DATE DE DISSOLUTION
INVESTISSIMMO 2	UFG IMMOBILIER	01/01
ÉLYSEES RÉSIDENCE 3	AUXILIA	22/01
FONCIA PIERREVIE 1	FONCIA PIERRE GESTION	28/02
GENEHABITAT PLUS	GESTINVIM	7/03
ROCHER FINANCE 1	FONCIA PIERRE GESTION	2/05
PATRIPIERRE 4	FONCIA PIERRE GESTION	4/06
LAFFITTE RESIDENCE PATRIMOINE	NATEXIS IMMO PLACEMENT	9/07
CRÉDIT MUTUEL HABITAT 3	CRÉDIT MUTUEL HABITAT GESTION	12/09
NORPIERRE 2	NORD GÉRANCE	9/10
NATIO HABITATION 2	ANTIN VENDOME	31/12
CRÉDIT MUTUEL PIERRE PATRIMOINE 1	UFG IMMOBILIER	31/12
DOMIRENTE 2	UFG IMMOBILIER	31/12
VALORIPIERRE 1	UFG IMMOBILIER	31/12

LISTE DES SCPI AYANT FAIT L'OBJET DE FUSION-ABSORPTION EN 2003

SCPI ABSORBÉE	SCPI ABSORBANTE	SOCIÉTÉ DE GESTION	DATE
BUROBOUTIC	BUROBOUTIC 2*	FIDUCIAL GÉRANCE	11/07
FORCE IMMOBILIÈRE	BUROBOUTIC 2*	FIDUCIAL GÉRANCE	11/07
IMMERIS	BUROBOUTIC 2*	FIDUCIAL GÉRANCE	11/07

TABLEAU XXII : Nombre de SCPI, capitalisation, collecte, investissements (en milliards d'euros)

	2001	2002	2003
NOMBRE DE SCPI, CAPITALISATION, COLLECTE, INVESTISSEMENTS			
Nombre de SCPI en activité en fin de période	178	155	140
Collecte	0,3	0,4	0,8
Investissements	0,3	0,4	0,9
Capitalisation	10,3	8,9	10,3

* : BUROBOUTIC 2 a pris la dénomination de BUROBOUTIC.

E

Les sociétés pour le financement du cinéma et de l'audiovisuel (SOFICA)

TABLEAU XXIII : Visas des notes d'information des SOFICA en 2003 (Constitution par APE)

NUMÉRO	DATE	SOFICA
03-1070	05/12	BANQUE POPULAIRE IMAGES 5
03-1071	05/12	CARRIMAGES
03-1072	05/12	COFIMAGE 16
03-1073	05/12	COFI NOVA 1
03-1074	05/12	MILLIFIN 2
03-1075	05/12	SOFICA EUROPACORP
03-1076	05/12	SOFICA VALOR 7
03-1077	05/12	SOGE CINÉMA
03-1078	05/12	UNI ÉTOILE 2
03-1091	09/12	SOFICINEMA

TABLEAU XXIV : Les SOFICA : nombre, encours, collecte (en millions d'euros)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Nombre de SOFICA	34	39	43	40	41	47	51	54
Montant capitaux collectés	33,54	41,65	38,65	44,21	41,05	44,95	34,92	41,01
Encours global	407,53	449,18	487,82	532,03	573,09	618,04	652,96	693,97
Variation ¹	9 %	10 %	9 %	9 %	8 %	8 %	6 %	12 %

¹
Variation de l'encours
par rapport à
l'année précédente

F

Les sociétés pour le financement de la pêche artisanale (SOFIPÊCHE)

TABLEAU XXV : Visas des notes d'information des SOFIPÊCHE en 2003 (Constitution par APE)

NUMÉRO	DATE	SOFIPÊCHE
03-952	03/11	SOFIMANCHE 4
03-1087	08/12	SOFISETTE 3
03-1126	18 /12	SOFI BRETAGNE ATLANTIQUE 4
03-1142	24/12	SOFIMANCHE 5

TABLEAU XXVI : Les SOFIPÊCHE : nombre, encours, collecte (en millions d'euros)

	2001	2002	2003
Nombre de SOFIPÊCHE	13	17	21
Montant capitaux collectés	10,2	5,9	3
Encours global	20,4	26,3	32,3

5

ANNEXE 5 ENQUÊTES ET SANCTIONS

- p. 290 **A**
Bilan des enquêtes effectuées
par la COB de 1990 à 2003
- p. 291 **B**
Bilan d'application du pouvoir
de sanction de la COB, du CMF
et du CDGF
- p. 293 **C**
Les suites judiciaires

A

Bilan des enquêtes effectuées par la COB de 1990 à 2003

TABLEAU I : Les enquêtes menées par la COB et leurs suites : 1990-2003

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 ⁴
ENQUÊTES EFFECTUÉES														
Nombre d'enquêtes terminées	79	53	89	85	103	91	77	69	96	88	90	85	75	79
- dont nombre d'enquêtes nationales	78	50	83	80	94	86	69	60	73	67	64	57	65	58
OUVERTURES DE PROCÉDURES DE SANCTION COB¹														
	0	2	7	9	6	7	6	6	9	10	6	20	16	7
TRANSMISSIONS²														
au Parquet ³	15	12	26	34	22	27	24	24	17	16	19	19	23	17
- dont Parquet + Sanction COB	0	1	6	8	5	7	3	5	2	4	1	7	10	12
au (CBV+CMT) CMF	6	9	15	16	10	10	5	7	6	8	12	8	8	3
au CDGF	0	0	1	3	1	3	1	1	2	7	9	3	6	2
à la CB	0	1	8	12	9	6	3	4	8	3	8	1	3	2
aux autorités étrangères	1	3	6	5	9	5	8	9	23	21	26	28	10	21
TOTAL SUR 13 ANS														
Nombre d'enquêtes terminées														1 159
- dont nombre d'enquêtes nationales														926
Ouvertures de procédures de sanction COB ¹														111
Transmissions au Parquet ³														295
- dont Parquet + Sanction COB														71
Transmissions au (CBV + CMT) CMF														123
Transmissions au CDGF														39
Transmissions à la CB														68
Transmissions aux autorités étrangères														175

¹ L'ouverture d'une procédure de sanction peut conduire à plusieurs notifications de griefs et à plusieurs sanctions.

² Un même dossier pouvait donner lieu à la fois à une transmission au Parquet et à une transmission au CMF (Conseil des marchés financiers), au CDGF (Conseil de discipline de la gestion financière) ou à la CB (Commission bancaire).

CMF : Conseil des marchés financiers - CDGF : Conseil de discipline de la gestion financière - CB : Commission bancaire.

³ Un même rapport peut faire l'objet d'un envoi à plusieurs parquets.

⁴ Les chiffres de 2003 ne concernent que l'activité de la COB jusqu'à son remplacement par l'AMF, le 24 novembre 2003.

B

Bilan d'application du pouvoir de sanction de la COB, du CMF et du CDGF

TABLEAU II : Sanctions administratives et disciplinaires prononcées par la COB

NOMBRE DE SANCTIONS PRONONCÉES
FONDEMENT PRINCIPAL DES SANCTIONS PRONONCÉES ⁵
Information du public (règlements n° 90-02/98-07)
Manquement d'initié (règlement n° 90-08)
Manipulation de cours (règlement n° 90-04)
Abus de mandat (règlement n° 90-05)
SCPI (règlement n° 94-05)
Offres publiques et blocs de contrôle (règlement n° 89-03)
Règles de bonne conduite applicables au service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers (règlement n° 96-03) ⁶
Publication du rapport et du tableau d'activité et de résultats semestriels sous forme consolidée (règlement n° 87-04)
Information à diffuser à l'occasion d'opérations réalisées sur le Nouveau marché (règlement n° 95-01)
TYPE DE PERSONNES SANCTIONNÉES
Émetteurs, personnes physiques
Émetteurs, personnes morales
PSI ⁷ , personnes physiques
PSI ⁷ , personnes morales
Autres personnes physiques
Autres personnes morales

TABLEAU III : Décisions disciplinaires et mises en garde prononcées par le CMF

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
DÉCISIONS DISCIPLINAIRES ET MISES EN GARDE PRONONCÉES PAR LE CMF							
Décisions de sanction disciplinaire (nombre de personnes sanctionnées)	7	8	6	10	7	10	16
Mises en garde	-	-	5	2	5	2	1

1
Première année d'application effective du pouvoir de sanction.

2
Dont 23 sanctions dans le cadre de l'affaire CIP/Oury.

3
Suspension des 31 procédures de sanction en cours à la suite de l'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 7 mars 2000 (Dapta-Mallinjouid).

4
En 2002, une des 9 sanctions administratives de la COB a été prononcée sur le fondement des règlements n° 98-07 et n° 90-04 ; les 3 sanctions disciplinaires ont été prononcées sur le fondement des règlements n° 96-02 et n° 96-03.

5
Certaines sanctions ont été prononcées sur le fondement de plusieurs règlements.

6
Les enquêtes ayant relevé de manquements au règlement n° 96-03 étaient systématiquement transmises au CDGF.

7
Prestataires de services d'investissement.

1991 ¹	1992	1993	1994	1995	1996 ²	1997	1998	1999	2000 ³	2001	2002 ⁴	2003	TOTAL
2	8	10	6	4	25	2	2	11	0	7	12	24	113
1	4	2	2	1	23	-	-	9	-	5	5	8	60
1	1	8	2	1	2	-	2	-	-	2	4	6	29
-	2	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	5	8
-	1	-	1	1	-	-	-	-	-	-	-	-	3
-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	1
-	-	1	1	1	-	-	-	2	-	-	-	-	4
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3	-	3
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4	4
1	3	7	2	1	4	1	1	3	-	5	6	9	43
-	4	2	3	1	21	-	-	3	-	2	3	8	47
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	4	6
1	1	-	1	2	-	1	-	2	-	-	1	2	11
-	-	1	-	-	-	-	1	2	-	-	-	1	4
-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	1

TABLEAU IV : Données générales sur l'activité du CDGF juin 1990 - octobre 2003

PROCÉDURES DE SANCTION MENÉES À TERME : 45 dont 43 ayant donné lieu à sanctions
+ 3 procédures transmises à l'AMF qui les poursuit en l'état.

NOMBRE DE MISES EN CAUSE : 149 concernant 136 personnes différentes dont 33 n'ont pas
été sanctionnées.

NOMBRE DE PERSONNES DIFFÉRENTES SANCTIONNÉES : 100 (après annulations par le Conseil d'État),
dont 51 personnes physiques et 49 personnes morales.

NOMBRE DE SANCTIONS PRONONCÉES : 36 avertissements (dont 18 pour des personnes physiques
certaines personnes ont été sanctionnées et 1 assorti d'une sanction pécuniaire)
dans deux procédures différentes (8) ou 36 blâmes (dont 13 pour des personnes physiques
l'ont été par deux sanctions différentes (19) et 11 assortis de sanctions pécuniaires)
dans la même procédure. 20 interdictions d'exercer touchant 1 personne morale
et 19 personnes physiques dont 7 ont une interdiction définitive
et 5 sont assorties de sanctions pécuniaires
32 sanctions pécuniaires pour un montant total de 2,308 millions d'euros
(15,1 MF), soit un montant moyen de 72 140 euros (473 167 F), concernant
18 personnes morales (1,283 million d'euros)
et 14 personnes physiques (1,025 million d'euros)

C

Les suites judiciaires

TABLEAU V : Décisions de justice faisant suite à la transmission de rapports d'enquête par la COB¹

DATE DE TRANSMISSION DES AFFAIRES	NATURE
ACTIVITÉS D'ENERGIE SERVICE S.A. ET FINAINVEST S.A.R.L.	
Versailles le 5 juillet 1990	Placement en biens divers Défaut d'établissement de comptes annuels Abus de biens sociaux
MARCHÉ DU TITRE SEDRI ET INFORMATION FINANCIÈRE DIFFUSÉE PAR LA SOCIÉTÉ	
Paris le 5 février 1991	Initié Fausse information
ACTIVITÉ DE LA SOCIÉTÉ OCCIDENTALE FINANCIÈRE	
Angers le 15 mars 1993	Gestion illicite de portefeuille Abus de confiance
MARCHÉ DU TITRE DE LA SOCIÉTÉ CEMENTS BELGES	
Paris le 14 avril 1993	Initié
INFORMATION FINANCIÈRE DE LA SOCIÉTÉ CEMENTS FRANÇAIS	
Paris le 3 octobre 1995	Publication de comptes inexacts Diffusion d'informations fausses ou trompeuses
ACTIVITÉ DE LA SOCIÉTÉ ROCHEFORT FINANCES	
Paris le 3 octobre 1995	Faux et usage de faux
MARCHÉ DU TITRE DE LA SOCIÉTÉ GENEFIM	
Paris le 25 février 1997	Initié
INFORMATION FINANCIÈRE DE LA SOCIÉTÉ PALLAS STERN	
Paris le 11 août 1997	Fausse information Présentation de comptes inexacts
ACTIVITÉS DES SOCIÉTÉ ASVIN ET ARKWOOD	
Créteil le 21 octobre 1997	Escroquerie avec appel au public en vue de l'émission de titres Gestion pour le compte de tiers sans agrément Publicité mensongère Abus de confiance Abus de biens sociaux
MARCHÉ DU TITRE BILLON	
Paris le 5 octobre 1999	Manipulation de cours

1 : Seules sont mentionnées les transmissions ayant donné lieu à une décision de justice au cours des trois dernières années. La COB n'ayant pas la maîtrise des suites judiciaires, ces éléments ne sont pas exhaustifs.

SUITE DONNÉE

Jugement du tribunal correctionnel de Versailles du 24 janvier 2000 condamnant les deux principaux prévenus aux peines de 12 mois d'emprisonnement avec sursis et 60.000 francs d'amende, et condamnant un commissaire aux comptes à une peine de 30.000 francs d'amende pour non-révélation de faits délictueux au procureur de la République.

Arrêt de la Cour d'appel de Versailles du 16 mai 2001 confirmant la déclaration de culpabilité d'un des prévenus et ramenant sa peine à 12 mois d'emprisonnement assortie d'un sursis avec mise à l'épreuve, infirmant partiellement la déclaration de culpabilité du second prévenu et ramenant sa peine à 6 mois d'emprisonnement assortie d'un sursis avec mise à l'épreuve, et relaxant le commissaire aux comptes.

Rejet du pourvoi en cassation par arrêt de la chambre criminelle de la Cour de cassation en date du 4 septembre 2002.

Jugement du tribunal correctionnel de Paris du 27 février 1998 prononçant une peine de 18 mois d'emprisonnement avec sursis et un million de francs d'amende et une condamnation du commissaire aux comptes à une peine de 6 mois d'emprisonnement avec sursis et à une peine de d'amende de 200.000 francs.

Confirmation du jugement par arrêt de la Cour d'appel de Paris du 8 octobre 1999.

Rejet du pourvoi en cassation formé par le commissaire aux comptes par arrêt de la chambre criminelle de la Cour de cassation du 24 janvier 2001.

Jugement du tribunal correctionnel d'Angers du 18 juin 1999 condamnant l'un des deux prévenus à 20.000 francs d'amende du chef d'abus de confiance et relaxant les deux prévenus du chef de gestion illicite de portefeuille.

Confirmation par arrêt de la Cour d'appel d'Angers du 16 mars 2000.

Annulation par arrêt de la chambre criminelle de la Cour de cassation du 30 mai 2001 et renvoi à la Cour d'appel de Rouen.

Relaxe par jugement du tribunal correctionnel de Paris du 22 septembre 2000.

Arrêt de la Cour d'appel de Paris du 13 décembre 2001 confirmant le jugement de relaxe.

Jugement du tribunal de grande instance de Paris du 7 février 2002 condamnant le principal prévenu à 18 mois d'emprisonnement avec sursis et 150.000 euros d'amende. Jugement définitif.

Arrêt de la chambre d'accusation de la Cour d'appel de Paris du 27 avril 2000 confirmant une ordonnance de non-lieu du juge d'instruction.

Rejet du pourvoi en cassation contre cet arrêt par la chambre criminelle de la Cour de cassation du 14 février 2001.

Jugement de relaxe du tribunal correctionnel de Paris du 2 juillet 1999. Confirmation par arrêt de la Cour d'appel de Paris du 15 mars 2000.

Rejet du pourvoi par arrêt de la chambre criminelle de la Cour de Cassation du 12 septembre 2001.

Condamnation du principal prévenu à 18 mois d'emprisonnement avec sursis et condamnation à une amende 3.000.000 de francs, et condamnation de huit autres prévenus à des peines de 3 à 15 mois d'emprisonnement avec sursis et des amendes de 50.000 à 300.000 francs par jugement du tribunal de grande instance de Paris du 1^{er} mars 2001.

Arrêt de la Cour d'appel de Paris du 6 février 2003 prononçant la relaxe de tous les prévenus.

Pourvois en cassation en cours.

Jugement du tribunal correctionnel de Créteil du 4 janvier 2001 prononçant des peines de 4 ans d'emprisonnement dont 2 ans assortis d'un sursis avec mise à l'épreuve et 2 ans d'emprisonnement dont un an assorti d'un sursis avec mise à l'épreuve.

Arrêt de la Cour d'appel de Paris du 11 avril 2002 confirmant le jugement pour le premier prévenu, et l'infirmité partiellement pour le second prévenu sur déclaration de culpabilité, ramenant la peine à un an avec sursis.

Pourvois en cassation en cours.

Jugement du tribunal de grande instance de Paris du 26 septembre 2003 prononçant une amende délictuelle de 80.000 euros.

Appel en cours.

6

ANNEXE 6 L'AMF ET LE PUBLIC

- p. 296 **A**
Les commissions consultatives
- p. 298 **B**
Consultations, contentieux
et médiations
- p. 300 **C**
Le centre de documentation
et d'information du public

A Les 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 constitué 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 cinq 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 plénier.

- Organisation et fonctionnement du marché : cette commission suit notamment la préparation de la Directive sur les services financiers de même que la mise en application de la Directive "Abus de marché". Bernard Field en est le président et Jean-Pierre Pinatton le vice-président.
- Activités de compensation, de conservation et de règlement-livraison : cette commission a en charge le suivi des travaux internationaux dans ces domaines. Dominique Hoenn en est le président et Jean de Demandolx Dedons le vice-président.
- Activités de gestion individuelle et collective : cette commission est consultée sur l'application des textes européens, la création de nouvelles techniques de gestion, les principes en matière de règles de bonne conduite applicables à la gestion individuelle ou collective. Elle est présidée par Philippe Adhémar et vice-présidée par Monique Bourven.
- Opérations et information financières des émetteurs : cette commission a elle aussi à connaître des travaux européens et de leur application, telles que les directives prospectus, transparence ou offres publiques. Bernard Esambert en est le président et Antoine Giscard d'Estaing le vice-président.
- Épargnants et actionnaires minoritaires, présidée par Jean-Claude Mothié et vice-présidée par Claire Favre.

Les travaux conduits dans le cadre de CESR et de l'OICV feront l'objet d'un examen régulier de la part de ces commissions consultatives.

Chacune de ces commissions a élaboré son programme de travail et se réunit en moyenne une fois par mois.

Les services de l'AMF, et plus particulièrement la Direction de la régulation et des affaires internationales, pilotent les travaux préparatoires de ces commissions.

Composition des commissions consultatives de l'AMF

Organisation et fonctionnement des marchés :

M. Bernard Field président
M. Jean-Pierre Pinatton vice-président
 Jean-Pierre Aubin *Viel Tradition*
 Jean-François Bay *AFII*
 Thierry Coste *CASA*
 Gérald Harlin *Axa*
 Marie-Noëlle Dompé *cabinet Darrois-Villey*
 Jean-Bernard Laumet *HSBC/CCF*
 Jacques Hamon *CEREG*
 Alain Kayayan *analyste financier*
 Paul Le Cannu *Paris I*
 Patrice Marteau *PPR*
 Jean-Pierre Mattout *France-Télécom*
 Alain Moynot *BNP*
 Jean-Pierre Mustier *Société Générale*
 Yves Nachbaur *Banque de France*
 Patrick Stephan *Euronext*
 Hubert de Vauplane *BNP Paribas*

Activités de compensation, de conservation et de règlement-livraison :

Dominique Hoenn président
Jean de Demandolx Dedons vice-président
 Philippe Bissara *ANSA*
 Gérard Bourret *Ofivalmo*
 Philippe Castellani *HSBC/CCF*
 Xavier Chaillot *Société Générale*
 Emmanuel de Fournoux *AFEI*
 Michel Germain *Paris II*
 Pierre Guillemet *Euro Securities Partners*
 Yvon Lucas *Banque de France*
 Guy Mengin *OBC*
 Joël Merere *Euroclear*
 Philippe Pautet *Arlys*
 Patrice Renault *Clearnest*
 Marcel Roncin *AFTI*
 Bernard Vibert *Crédit Lyonnais*

Activités de gestion individuelle et collective :

Philippe Adhémar président
Monique Bourven vice-président
 André Battestini *Ulysse Patrimoine*
 Christian Boisson *CAAM*
 Dominique Eugène *AFII*
 Gilles Glicenstein *BPAM*
 Philippe Goubeault *AGIRC*
 Guillaume Jalenques de Labeau *SPGC*
 Pierre Jolain *CCF/HSBC AM*
 Jean-Louis Landais *Banque de France*
 Pierre Lasserre *Exane*
 Jean-Louis Laurens *AxaIM*
 Eric Mijot *analyste financier*
 Gérard Pfauwadel
 Hélène Ploix *Pechel Industries*
 Roland Portait *Essec/CNAM*
 Bruno Prigent *Société Générale*
 Patrick Sellam *Cabinet Patrick Sellam*

Opérations et information financière des émetteurs :

Bernard Esambert *président***Antoine Giscard d'Estaing** *vice-président*Olivier Azières *Deloitte*Claude Baj *Galleries Lafayette*Jean-François Biard *BNP-Paribas*Dominique Bompont *Clifford-Chance*Françoise Bonfante *UBS Warburg*Eric Bourdais de Charbonnière *Michelin*Bernard Bourigeaud *Atos Origin*Franck Ceddaha *analyste financier*Jean Cedelle *Crédit Lyonnais*Martine Charbonnier *Euronext*Jean-Pierre Cloiseau *Lafarge*Philippe Crouzet *ACTEO*France Drummond *Paris II*Philippe Lagayette *JP Morgan*Michel Léger *Ernst & Young*

André Lévy-Lang

Marie-Christine de Nayer *Société Générale*Helman le Pas de Sécheval *Groupama*

Jacques Rossi

Bruno Van Ryb *BVRP Software*

Épargnants et actionnaires minoritaires :

Jean-Claude Mothié *président***Claire Favre** *vice-président*Vincent Dutfoy *CLAS*

Agnès Gaultier de la Ferrière

*FAS - Fédération française des associations**d'actionnaires salariés et anciens salariés*Marcel Jayr *membre du comité d'investisseurs**particuliers de l'ANSA et d'Euronext*Pierre-Henri Leroy *Proxinvest*Viviane Neiter *APAI - Association pour la promotion**de l'actionnariat individuel*Colette Neuville *ADAM*François Perrin-Pelletier *FAIDER -**Fédération des associations indépendantes**de défense des épargnants pour la retraite*Fabrice Remon *Deminor*Marie-Claude Robert *premier médiateur de la COB*Aldo Sicurani *FFCI*Marcel Tixier *ANAF*François de Witt *journaliste*

Les membres des commissions consultatives sont
nommés pour une durée de trois ans.

B

Consultations, contentieux et médiations

TABLEAU I : Demandes de consultation adressées au service juridique de la COB puis à celui de l'AMF par les professionnels, les autorités de contrôle et les autorités judiciaires en 2003.

	NOMBRE
DEMANDES DE CONSULTATION	
ORIGINES	
Autorités de contrôle et de marché	1343
Émetteurs	279
Avocats, conseils	355
Prestataires de services d'investissement	107
Associations	11
Autorités judiciaires	40
Commissaires aux comptes	9
THÈMES	
Marchés	1073
Instruments financiers	211
Sociétés commerciales	119
Appel public à l'épargne	152
OPCVM	132
SCPI	18
Autres produits de gestion collective	16
Gestion de portefeuille	141
Entreprises d'investissement	19
Démarchage et publicité	22
Autorités de contrôle et de marché	179
Divers	62
TOTAL DES DEMANDES DE CONSULTATION	2 144

Le service juridique a reçu en outre 1346 appels émanant de professionnels lors des permanences téléphoniques.

TABLEAU II : Contentieux en 2003

	NOMBRE
CONTENTIEUX	
THÈMES	
Marchés	80
OPCVM et gestion de portefeuille	14
SCPI	2
Autorités de contrôle et de marché	16
TOTAL	112

TABLEAU III : Demandes adressées au service de la médiation de la COB en 2003.

	NOMBRE
DEMANDES ADRESSÉES AU SERVICE DE LA MÉDIATION DE LA COB	
ORIGINES	
Investisseurs individuels	1 803
Autres investisseurs	33
Avocats	31
Divers	153
CIBLES	
Prestataires de services d'investissement hors courtiers en ligne	775
Émetteurs	751
Courtiers en ligne	284
Divers	210
THÈMES	
Produits collectifs	559
Gestion sous mandat	129
Transmission - exécution d'ordres	224
Tenue de comptes-conservation	153
Émetteurs et offres publiques	428
Fonctionnement général des marchés	252
Instruments financiers	116
Autres	159
TOTAL	2 020

En outre, 1 632 appels ont été reçus lors des permanences téléphoniques.

C Le centre de documentation et d'information du public

Le centre de documentation et d'information du public¹ est ouvert, de 10h30 à 16h30, du lundi au jeudi inclus, à toute personne ayant besoin de faire une recherche sur les domaines d'activité de l'AMF et sur les sociétés cotées sur les marchés réglementés français.

1

La mission du centre

Outre son rôle interne, le centre de documentation a pour fonctions principales vis-à-vis du public :

- de répondre aux demandes d'information faites par téléphone, par courriel² ou par courrier ; en cas de recherche approfondie, un rendez-vous est fixé avec le correspondant,
- d'accueillir sur place toute personne qui souhaite effectuer des recherches : professionnels, étudiants, épargnants.

Le centre de documentation réoriente au besoin certaines personnes sur les services opérationnels de l'AMF.

2

Le fonds documentaire

Le centre de documentation propose à la consultation :

- une base documentaire électronique (WICDIP), actualisée chaque semaine, et proposant plus de 40 000 documents ;
- 1 100 dossiers thématiques et historiques, alimentés jusqu'en 2001 au format papier et, à partir de 2002, disponibles dans la base documentaire électronique WICDIP ;
- 7 000 ouvrages spécialisés sur les mécanismes boursiers, les marchés financiers, le droit de la bourse et des sociétés, la réglementation financière internationale, les OPCVM (SICAV, fonds commun de placement), les nouveaux produits financiers, les questions relatives à l'épargne et à l'investissement, la vie des entreprises, etc. ;
- une collection de rapports annuels et d'articles de presse des sociétés cotées sur les marchés réglementés français sur cinq ans ;
- 320 titres de périodiques boursiers, financiers, juridiques et économiques, dont 25 % en langue anglaise ;
- des CD-Rom en consultation libre.

3

Les services offerts en 2003

En 2003, le centre de documentation a reçu 1 520 visiteurs, en augmentation de 15 % par rapport à 2002.

En 2003, le centre de documentation a répondu à 3 780 demandes téléphoniques :

- 78 % des demandes ont obtenu une réponse immédiatement ou dans la journée
- 6 % ont donné lieu à un rendez-vous pour une recherche sur place
- 15 % ont été réorientées sur d'autres services de la COB
- 1 % ont été réorientées sur d'autres organismes.

Les appels téléphoniques pour la recherche d'information ou de documentation ont augmenté de 27 %.

Les questions-réponses par courriel continuent de progresser, de l'ordre de 5 % en 2003, avec 1 266 courriels.

4

Les régions

Plusieurs délégations 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 :

AMIENS	03 22 82 28 00
BORDEAUX	05 56 00 14 14
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

¹ Le centre de documentation se situe 17, place de la Bourse 75082 Paris cedex 02.

Horaires et conditions d'accueil : permanence téléphonique, du lundi au jeudi, de 9h30 à 12h30 et de 14h30 à 16h30. Tél. : 01 53 45 62 00.

Accueil des visiteurs avec ou sans rendez-vous, de 10h30 à 16h30 du lundi au jeudi. Du 1er juillet au 22 août 2003 : services au public le mardi et le jeudi uniquement.

² centrededoc@amf-france.org

7

ANNEXE 7 EXÉCUTION DES BUDGETS 2003

- p. 303 **A**
Exécution du budget de la Commission
des opérations de bourse
- p. 304 **B**
Exécution du budget du Conseil
des marchés financiers

L'année 2003 présente, évidemment, des caractéristiques originales. L'Autorité des marchés financiers a été constituée le 24 novembre 2003. La Commission des opérations de bourse et le Conseil des marchés financiers ont fonctionné, du 1^{er} janvier au 23 novembre, comme des entités distinctes et sur la base de budgets autonomes avant de disparaître et de faire apport du reliquat de leurs crédits budgétaires à la nouvelle Autorité (dont le premier exercice comptable et budgétaire a commencé le 24 novembre 2003 et se terminera au 31 décembre 2004).

Le compte financier présenté ci-après pour chacune des deux institutions couvre donc seulement 327 jours de l'année 2003, jusqu'au 23 novembre.

Il comporte une ventilation *pro rata temporis* des recettes ayant un caractère annuel alors que les redevances perçues à l'occasion d'opérations financières demeurent affectées selon leur fait générateur.

En matière de dépenses, la plupart sont prises en compte au titre de leur engagement et de leur exécution, certaines dépenses annuelles (loyers par ex.) ayant donné lieu à une ventilation.

Il s'agit donc de comptes clôturés avant la fin de l'exercice ouvert en début d'année 2003. Pour en permettre la comparaison avec l'exercice précédent, un coefficient correcteur de 1,11 doit être appliqué à chacun des postes pour obtenir des montants correspondant à une année pleine.

Pour l'une et l'autre institution, l'exercice 2003 se traduit par un déficit du fonctionnement courant, du fait de la faiblesse des recettes, sensibles aux éléments de la conjoncture financière. Les dépenses courantes, liées au fonctionnement normal de la Commission et du Conseil, ont été convenablement maîtrisées pendant l'exercice, certains postes de dépense enregistrant même des diminutions en valeur nette.

L'une comme l'autre institution a cependant pris en charge en 2003 des travaux non récurrents liés à la préparation juridique et technique de leur fusion, entraînant une majoration exceptionnelle du coût de leur fonctionnement courant.

En outre, les deux organismes ont fonctionné pendant l'année 2003 pratiquement au plein de leur effectif budgétaire, ce qui n'a pas toujours été le cas, antérieurement, pour la Commission des opérations de bourse. Cela a un effet sensible sur l'exécution budgétaire car les frais de personnel représentent, les 2/3 du budget de fonctionnement de l'Autorité.

Au total, les deux institutions ont fait apport à l'AMF, le 24 novembre, d'un solde de crédits budgétaires 2003 non consommés de 9,4 millions d'euros pour terminer l'année 2003 et d'un fonds de roulement net de 59,8 millions d'euros.

Le Collège de l'AMF a approuvé, en décembre 2003, un budget prévisionnel de 46,4 millions d'euros de dépenses pour l'année civile 2004, évaluées à missions et moyens constants, en se réservant de revoir les attributions de crédits en cours d'année 2004 en fonction des orientations et des priorités qu'il déterminera.

A Exécution du budget de la Commission des opérations de bourse

1^{er} janvier - 23 novembre 2003

Les dépenses de fonctionnement d'un montant de 28,51 M€ (31,64 M€ en année pleine) enregistrent une augmentation de 6,7 % par rapport aux 29,66 M€ de l'année 2002.

Cette hausse est due principalement aux frais inhérents à la mise en place de la future Autorité : elle comprend en particulier les différentes consultations juridiques nécessaires au rapprochement des personnels des deux entités et la mise en œuvre d'un programme de fusion des systèmes d'information.

Les dépenses d'investissement s'élèvent à 2,29 M€ (2,51 M€ en année pleine) pour 4,88 M€ en 2002 : elles se traduisent donc par une baisse de 48,6 %. Cependant, cet écart important s'explique par :

- l'impact de l'achèvement des travaux de réhabilitation de l'immeuble situé au 9 rue des Filles St-Thomas sur l'exercice 2002,
- une économie de 1,7 M€ du montant prévu (2,29 M€) pour la refonte du système d'information de la gestion et de l'épargne, en raison d'un important retard dans la livraison de l'application.

Quant aux recettes de l'exercice 2003, elles s'élèvent à 26,07 M€ (28,96 M€ en année pleine), soit une diminution de 9,3 % par rapport à l'exercice précédent (31,94 M€).

Cette évolution résulte de la tendance baissière de l'activité des marchés financiers au cours de l'exercice. Par ailleurs il est signalé que les redevances annuelles acquittées par les gestionnaires d'actifs ont été ventilées *prorata temporis* entre d'une part le budget de la COB pour la période allant du 1^{er} janvier 2003 au 23 novembre 2003 et, d'autre part, l'AMF (à hauteur de 1,36 M€) pour la période allant du 24 novembre au 31 décembre 2003.

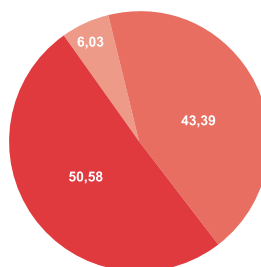
En 2003, les recettes proviennent :

- pour 43,39 % de la redevance sur les émissions de valeurs mobilières et offres publiques d'achat, d'échange ou de vente ;
- pour 50,58 % de la redevance assise sur les actifs nets des OPCVM ;
- pour 6,03 % des autres recettes de fonctionnement courant (ventes des publications, produits financiers, transfert de charges, etc.).

Au 23 novembre 2003, la Commission des opérations de bourse comptait, pour exercer ses missions, un effectif réel de 276 agents, pour un effectif budgétaire de 276 emplois.

TABEAU I : Commission des opérations de bourse - résultat de l'exercice 2003 (arrêté au 23 novembre 2003)

DÉPENSES	EUROS	RECETTES	EUROS
COMMISSION DES OPÉRATIONS DE BOURSE			
SECTION DE FONCTIONNEMENT			
Frais de personnel	18 205 204	Produits des redevances	24 498 823
Autres frais de fonctionnement (y compris dotations aux amortissements)	10 309 657 2 050 490)	Recettes diverses (y compris publications, produits financiers, transfert de charges, etc.)	1 572 055
TOTAL DES DÉPENSES DE FONCTIONNEMENT	28 514 861	TOTAL DES RECETTES DE FONCTIONNEMENT	26 070 878
		Déficit de fonctionnement	- 2 443 983
SECTION DE CAPITAL			
	MONTANT		MONTANT
Insuffisance d'autofinancement	411 030	Recettes diverses en capital	58 117
Dépenses informatiques	1 438 994		
Autres dépenses	445 115	SOUS-TOTAL	58 117
SOUS-TOTAL	2 295 139	Prélèvement sur le fonds de roulement	2 237 022
TOTAL DES DÉPENSES EN CAPITAL	2 295 139	TOTAL DES RECETTES EN CAPITAL	2 295 139
MONTANT DE LA CAPACITÉ D'AUTOFINANCEMENT			
Résultat de l'exercice	- 2 443 983		
+ Dotations nettes aux amortissements	2 050 490		
+ Valeur nette des éléments d'actifs	6 937		
- Produits de cessions d'éléments d'actifs	- 24 475		
TOTAL	- 411 030		
Fonds de roulements au 23 novembre 2003	47 885 123		



Recettes de fonctionnement en %

- Redevances sur encours
- Redevances sur émissions
- Autres recettes de fonctionnement

B

Exécution du budget du Conseil des
marchés financiers 1^{er} janvier - 23 novembre 2003

Les dépenses de fonctionnement d'un montant de 9 485 K€ (10 587 K€ en année pleine) enregistrent une faible hausse d'environ 2 % par rapport à l'exercice 2002. Cette situation relativement stable s'explique pour l'essentiel par le maintien des effectifs.

Par ailleurs, l'économie réalisée par la restriction des projets, compte tenu de l'imminence du rapprochement de la COB et du CMF, a été largement compensée par des coûts inhérents à la mise en place de la future autorité. Ils comprennent en particulier différentes consultations juridiques nécessaires au rapprochement des deux entités ainsi que la mise en œuvre d'un programme de fusion des systèmes d'information.

Les dépenses d'investissement s'élèvent à 113 K€ (126 K€ en année pleine) pour 653 K€ en 2002 : elles se traduisent donc par une baisse de 81 %. Cet écart important s'explique par un changement du traitement comptable des prestations externes relatives au système de collecte et d'analyse (SCAN).

En effet, il a été décidé en accord avec les Commissaires aux comptes de passer en charge, et non plus en investissement comme ce fut le cas l'année précédente, les dépenses récurrentes relatives à cette application.

Quant aux recettes de l'exercice 2003, elles s'élèvent à 8 632 K€ (9 635 K€ en année pleine), soit une diminution de 9 % par rapport à l'exercice précédent (10 577 K€).

Cette variation résulte de la tendance baissière de l'activité des marchés financiers au cours de l'exercice et de la disparition d'un certain nombre de succursales de prestataires européens ainsi que des retraits d'agréments de sociétés de services d'investissement.

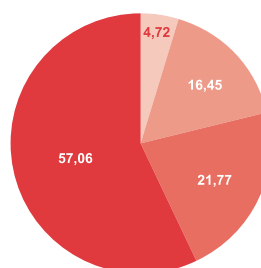
En 2003, les recettes sont constituées par :

- 57,06 % des cotisations dues par les prestataires de services d'investissement, les membres d'un marché réglementé et les succursales établies en France de prestataires de services d'investissement ayant leur siège dans un État membre de l'Espace Économique Européen.
- 21,77 % des cotisations dues par les entreprises de marché, chambres de compensation, dépositaires centraux et les gestionnaires de systèmes de règlement livraison ;
- 16,45 % des cotisations dues à l'occasion de l'enregistrement d'une déclaration de franchissement de seuil, et à l'examen par le Conseil des conditions d'une offre publique d'achat ou d'échange ;
- 4,72 % des autres recettes de fonctionnement courant (ventes des publications, produits financiers, transfert de charges, etc.).

Au 23 novembre 2003, le Conseil des marchés financiers comptait, pour exercer ses missions, un effectif réel de 45 salariés, pour un effectif budgétaire de 45 emplois.

TABLEAU II : Conseil des marchés financiers - résultat de l'exercice 2003 (arrêté au 23 novembre 2003)

DÉPENSES	EUROS	RECETTES	EUROS
CONSEIL DE MARCHÉS FINANCIERS			
SECTION DE FONCTIONNEMENT			
Frais de personnel	4 743 364	Produits des redevances	8 224 411
Autres frais de fonctionnement (y compris dotations aux amortissements)	4 741 667 1 021 382	Recettes diverses (y compris publications, produits financiers, transfert de charges, etc.)	1 572 055
TOTAL DES DÉPENSES DE FONCTIONNEMENT	9 485 031	TOTAL DES RECETTES DE FONCTIONNEMENT	8 631 592
		Déficit de fonctionnement	-853 439
SECTION DE CAPITAL			
Dépenses informatiques	77 926	Capacité d'autofinancement	160 743
Autres dépenses	34 921	Recettes diverses en capital	7 200
SOUS-TOTAL	112 847	SOUS-TOTAL	167 943
Apport sur le fonds de roulement	55 096		
TOTAL DES DÉPENSES EN CAPITAL	167 943	TOTAL DES RECETTES EN CAPITAL	167 943
MONTANT DE LA CAPACITÉ D'AUTOFINANCEMENT			
Résultat de l'exercice	- 853 439		
+ Dotations nettes aux amortissements	1 021 382		
+ Valeur nette des éléments d'actifs	0		
- Produits de cessions d'éléments d'actifs	- 7 200		
TOTAL	160 743		
Fonds de roulements au 23 novembre 2003	12 212,31		



Recettes de fonctionnement en %

- Cotisations sur prestataires de service d'investissement
- Cotisations des entreprises de marché
- Cotisations sur opérations financières
- Autres recettes de fonctionnement

8

ANNEXE 8 LES SYSTÈMES D'INFORMATION DE L'AMF

- p. 305 **A**
Création de l'AMF
- p. 306 **B**
Perspectives pour 2004

A

Création de l'AMF

Dès sa création, le 24 novembre 2003, l'AMF a disposé de systèmes d'information opérationnels permettant d'assurer la continuité des missions du nouveau régulateur (site internet unique, annuaire, messagerie et réseau unifiés, etc.). Ce résultat a été obtenu grâce à l'action d'un groupe de travail dédié, créé dès la fin de l'année 2002 par le comité de pilotage du projet de création de l'AMF.

Ce groupe informatique a élaboré son propre plan d'action suivant une démarche structurée reposant sur la définition d'un schéma directeur de rapprochement listant les actions à effectuer avant et après la création juridique de l'AMF. Pour ce faire, le groupe informatique a eu recours aux services d'un grand cabinet de conseil bénéficiant d'une expérience reconnue en matière de rapprochement de systèmes d'information.



→ Le schéma directeur de rapprochement a été finalisé le 30 avril 2003, date à laquelle il a commencé à être mis en œuvre. Il présentait, suivant différents plans d'analyse, le système d'information cible de l'AMF à son démarrage et le plan d'action pour y parvenir. Ce plan d'action était constitué de projets pour chacun desquels étaient décrits les objectifs, les coûts, la démarche et les acteurs au sein des équipes COB et CMF.

De mai à novembre 2003, le groupe s'est attaché à atteindre les objectifs pragmatiques représentés par le bon aboutissement des différents projets. Le schéma directeur prévoyait des objectifs devant être obligatoirement atteints à la date de création juridique de l'AMF. Ces objectifs à haute priorité étaient liés au fonctionnement externe et au fonctionnement interne de l'Autorité dès ses premiers mois d'existence.

Parallèlement, chaque entité a continué les travaux initiés préalablement, dans la mesure où le comité de pilotage les avaient jugés pertinents ou incontournables dans le cadre de l'AMF.

1 Fonctionnement externe

Le site internet de l'AMF a été opérationnel le premier jour de l'AMF. Il ne s'agit pas d'une simple juxtaposition des sites COB et CMF mais d'un nouveau site représentatif de la création de la nouvelle entité et constituant une synthèse harmonieuse des anciens sites.

La gestion des cotisations du CMF et des redevances de la COB s'est achevée dans de bonnes conditions malgré la disparition juridique des deux entités et la gestion des contributions de l'AMF s'est initialisée en corrélation avec la parution du décret relatif au financement de l'AMF.

Les autres systèmes présentant des interfaces externes ont été maintenus dès lors qu'ils correspondaient à des domaines complémentaires de la COB et du CMF, ou que leur réforme ne pouvait être entreprise que dans le cadre de la nouvelle organisation propre à l'AMF.

2 Fonctionnement interne

2/a Actions relatives aux fonctions support

Les chartes de sécurité informatique COB et CMF ont été harmonisées afin de servir de base à la charte de sécurité informatique de l'AMF.

Une gestion documentaire de la réglementation a été mise en place pour pouvoir disposer, dès la création de l'AMF, des versions officielles successives de tous les textes réglementaires utiles à l'AMF (COB, CMF, textes externes, puis textes élaborés par l'AMF) dans un réceptacle unique exploitable d'une part par toutes les applications informatiques qui requièrent d'accéder aux textes réglementaires, comme par exemple le site internet, et d'autre part par les agents de l'AMF eux-mêmes.

Un progiciel unique a été mis en place afin d'assurer la comptabilité, la gestion budgétaire et la paie des

agents de l'AMF. Cela a permis de mettre en œuvre immédiatement le budget initial de l'AMF présenté au Collège lors de ses premières sessions et d'émettre un bulletin de paie AMF unique dès le premier mois d'existence de la nouvelle entité.

2/b Actions techniques

À la création de l'AMF, l'entité bénéficiait d'un réseau local, d'un annuaire et d'une messagerie unifiés.

Un intranet permettant un accès centralisé aux différentes ressources informatiques disponibles (applications intranet, répertoires de fichiers partagés, description des applications client/serveur disponibles) - qu'elles émanent de la COB ou du CMF - a été mis à disposition des utilisateurs de l'AMF dès la création de l'AMF.

3 Initiatives COB et CMF confirmées par le comité de pilotage

Les systèmes de surveillance des marchés de la COB (SMF) et du CMF (SCAN) ont été adaptés afin de prendre en compte le passage à la codification ISIN des titres en juin 2003. Les contrôles relatifs aux produits obligataires ont fait l'objet de développements complémentaires nécessaires au renforcement de la surveillance sur ces marchés.

L'essentiel du projet de refonte de l'application interne dédiée à la gestion pour compte de tiers initié en 2002 par la COB a été réalisé au cours de l'année 2003. La mise en production s'est déroulée en mars 2004, avec la mise en ligne du référentiel "GECO" des sociétés de gestion et des OPCVM français sur le site internet de l'AMF.

B Perspectives pour 2004

Au cours de l'année 2004 sera entreprise la consolidation des systèmes d'information issus de la COB et du CMF, afin d'en supprimer toutes les redondances.

Parmi les projets identifiés figurent l'homogénéisation des infrastructures et le rapprochement des référentiels métiers concernant les prestataires de services d'investissement (PSI) et la surveillance des marchés.

De nouvelles missions propres à l'AMF devront faire l'objet de développements spécifiques, comme la publication de la liste des conseillers en investissements financiers (CIF) et des démarcheurs.

Parallèlement à ces travaux, un schéma directeur sera établi au cours du premier semestre afin d'identifier le plan informatique à suivre sur un horizon de 2 à 3 ans, dans l'alignement des orientations stratégiques propres à l'AMF définies par le Collège.

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.

INDEX

A

3A TRADE (société) :	p. 149
ABC ARBITRAGE (société) :	p. 61
ABN AMRO (société) :	p. 163
ABN AMRO SECURITIES	
FRANCE (société) :	p. 154
ACCESS COMMERCE (société) :	p. 68
Accords internationaux :	
- de coopération bilatérale :	p. 57 et suivantes
Actions :	voir titres de capital
Adam (Nicholas) :	p. 148
ADAM (Association pour la défense des actionnaires minoritaires) :	p. 82, 85, 86, 88
Adhémar (Philippe) :	p. 104
groupe de travail sur les frais présidé par - :	p. 122, 128, 130
AFEI (Association française des entreprises d'investissement) :	p. 33
AFEP (Association française des entreprises privées) :	p. 64
AFIPA (société) :	p. 86
AFONE (société) :	p. 61
AFTE (Association française des trésoriers d'entreprise) :	p. 64
AGF ALTERNATIVE ASSET MANAGEMENT (société) :	p. 167
Agences de notation :	p. 44, 55
Agrément :	
- des prestataires de services d'investissement :	p. 103 et suivantes
- des OPCVM :	p. 117 et suivantes
ALCAN (société) :	p. 60, 70, 71
ALCATEL (société) :	p. 75, 79
ALSTOM (société) :	p. 66
AMADEUS (société) :	p. 65
A NOVO (société) :	p. 69
Analystes financiers :	p. 54
ARC	
(Accounting Regulatory Committee) :	p. 47, 48
ARTPRICE.COM (société) :	p. 157
ASPIM (Association professionnelle des SCPI) :	p. 134
Association des sociétés et groupements fonciers et forestiers (ASFFOR) :	p. 135
Association des travailleurs indépendants :	p. 89
ASSYSTEM (société) :	p. 66
AUREL LEVEN	
GESTION SA (société) :	p. 166
ATS (Alternative Trading Systems) :	p. 29
AVENIR FINANCE (société) :	p. 61
AVIVA FRANCE (société) :	p. 166
AVIVA GESTION	
D'ACTIFS (société) :	p. 166
AXA (société) :	p. 66

B

BALO (Bulletin des annonces légales obligatoires) :	voir comptes
Barber (Clément) :	p. 158
Blanchiment :	p. 143
BOISSY GESTION (société) :	p. 165
Bons d'option :	
réforme des - :	p. 77
Bourgoin (Corinne) :	p. 156
Bourven (Monique) :	p. 104
BPC (société) :	p. 76
Bricout (Arnaud) :	p. 148
BSA BOURGOIN (société) :	p. 156
BSAD (société) :	p. 156
BUTLER CAPITAL PARTNERS (société) :	p. 68

C

CAISSE NATIONALE DE CRÉDIT AGRICOLE (société) :	p. 159
CAISSE RÉGIONALE DE CRÉDIT AGRICOLE MUTUEL DE PARIS ET D'ÎLE DE FRANCE - CADIF (société) :	p. 159
CAP GEMINI (société) :	p. 73
Capital investissement :	p. 129 et suivantes
Carmignac (Edouard) :	p. 162
CARMIGNAC GESTION (société) :	p. 162
CDGF (Conseil de discipline de la gestion financière) :	p. 5, 6, 9, 162 et suivantes
CECEI (Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement) :	p. 6, 9, 103, 107
CESR (Committee of European Securities Regulators) :	p. 29, 41, 44 et suivantes
CESR-Fin :	p. 46
CESR-Pol :	p. 46
CGBI (société) :	p. 74, 161
CIBOX INTERACTIVE (société) :	p. 152
Chapellier (Séverine) :	p. 154
Chupin (Dominique) :	p. 159
CLEARNET (société) :	p. 32, 141
CLEARSTREAM (société) :	p. 45, 139
CLIFF (Cercle de liaison des informateurs financiers en France) :	p. 64
CNC (Conseil national de la comptabilité) :	p. 92 et suivantes
CNCC (Compagnie nationale des commissaires aux comptes) :	p. 96, 100
Cohen-Boulakia (Philippe) :	p. 147
Collège de l'AMF :	p. 7 et suivantes, p. 169
Comité :	
- consultatif de la gestion financière (CCGF) :	p. 6, 103
- de déontologie de l'indépendance des commissaires aux comptes (CDI) :	p. 98
- d'examen national d'activité (CENA) :	p. 100
- d'urgence du CNC :	p. 92 et suivantes
- de la réglementation	

comptable (CRC) :	p. 92 et suivantes
- de la réglementation bancaire et financière (CRBF) :	p. 34, 94
Commissaires aux comptes :	p. 96 et suivantes
indépendance des - :	p. 96, 98
publicité des honoraires versés aux - :	p. 100
régulation des - :	p. 96
rotation des - :	p. 100
Commissions de valeurs mobilières polonaise (KPWiG) :	p. 58
Commission :	
- bancaire :	p. 6, 41
- de contrôle des assurances :	p. 6
- consultatives de l'AMF :	p. 8
- des sanctions de l'AMF :	p. 7, 11, 170
Comptes :	
publication au BALO :	p. 62
contrôle légal des - :	p. 50, 96
Conseil d'État :	p. 151
Conseillers en investissements financiers (CIF) :	p. 116 et suivantes
CONSODATA (société) :	p. 84
Contentieux :	p. 82 et suivantes
Contrôle :	
- des prestataires de services d'investissement :	p. 138, 140 et suivantes
- interne :	p. 81, 143
Coopération internationale :	p. 36 et suivantes
- bilatérale :	p. 57
- européenne :	p. 36 et suivantes
- en matière de surveillance et d'enquête :	p. 144 et suivantes
Cour d'appel de Paris :	p. 82 et suivantes, p. 88 et suivantes, p. 153, 155, 156
Cour de cassation :	p. 86
CRBF :	voir Comité de la réglementation bancaire et financière
CRÉDIT AGRICOLE SA (société) :	p. 70, 89, 59
CRÉDIT AGRICOLE – INDOSUEZ CHEUVREUX – CAIC (société) :	p. 151, 159, 172
CRÉDIT LYONNAIS (société) :	p. 70, 89
CYBER PRESS PUBLISHING (société) :	p. 158
CYRANO (société) :	p. 153

D

Data-room :	p. 80
Décret :	
- n° 89-623 :	p. 104, 122 et suivantes
- n° 89-624 :	p. 122 et suivantes
Démarchage :	p. 114 et suivantes
Déontologie :	
- des commissaires aux comptes :	p. 98
Dépositaires :	
- centraux :	p. 33
- contrôle des :	p. 143
- d'OPCVM :	p. 111
Dérivés de crédit :	p. 104

Desseigne (Dominique) :	p. 74
Développement durable :	p. 82
Directive :	
- sur les "abus de marché" :	p. 36
- comptable :	p. 48
- sur les fusions transfrontières des sociétés de capitaux :	p. 43
- sur les obligations d'information des sociétés cotées :	p. 40
- sur les offres publiques :	p. 42
- sur les prospectus :	p. 37
- sur les services d'investissement :	p. 40
- relative aux OPCVM :	p. 122
Di Vita (Lucien) :	p. 155
Documents de références :	p. 62
recommandations sur l'élaborations des - :	p. 63
publication des - :	p. 63
Docters van Leeuwen (Arthur) :	p. 41
Dokhan (Stéphane et Pascal) :	p. 147
DRESDNER GESTION PRIVÉE (société) :	p. 149
Dreyfus (Yves) :	p. 74
DUC (société) :	p. 156

E

EFSSAC (Effective Financial Services Supervision in Accession Countries) :	p. 58
EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group) :	p. 46, 47, 48, 52
EIFB (société) :	p. 165
ÉLECTRICITÉ ET EAUX DE MADAGASCAR (société) :	p. 72
Enquêtes :	p. 144 et suivantes, p. 168 et suivantes
Épargne salariale :	p. 127 et suivantes
ETF (Exchange Traded Funds) :	voir OPCVM indiciels cotés
EUROCLEAR (société) :	p. 45, 139
EUROCLEAR FRANCE (société) :	p. 31, 33, 45, 41
EURONEXT-LIFFE :	p. 28
EURONEXT LISBONNE :	p. 32
EURONEXT PARIS (société) :	p. 139, 41
modification des règles de marché d' - :	p. 31 et suivantes
EXANE (société) :	p. 154, 172

F

Fabregat (Charles) :	p. 172
FBF (Fédération bancaire française) :	p. 33
Ferron (Monsieur) :	p. 87
FIDELITY INVESTMENT INTERNATIONAL (société) :	p. 163
FIMAF (société) :	p. 82, 88
FINANCIÈRE FLO (société) :	p. 76

FINANCIÈRE HOTTINGUER (société) :	p. 163
FINANCIÈRE PINAULT (société) :	p. 86
Fonds :	
- à compartiments :	p. 126
- à formule :	p. 124
- à formule indiciels :	p. 180 et suivantes
- communs de créances (FCC) :	p. 134
- communs d'intervention sur les marchés à terme (FCIMT) :	p. 118
- d'investissement de proximité (FIP) :	p. 131
- communs de placement d'entreprise (FCPE) :	p. 127 et suivantes
- communs de placement dans l'innovation (FCPI) :	p. 129 et suivantes
- communs de placement à risques (FCPR) :	p. 129 et suivantes
- de fonds :	p. 125
- de fonds alternatifs :	p. 125
- monétaires :	p. 126
Forum de la stabilité financière (FSF) :	p. 56
FORTIS SECURITIES FRANCE (société) :	p. 148
FRANCE TÉLÉCOM (société) :	p. 65, 66, 70, 72, 86, 89
Francophonie :	p. 57
Fusions/acquisitions :	p. 24, 61

G

GAFI (Groupe d'action financière sur le blanchiment des capitaux) :	p. 57
Gaume (Nicolas) :	p. 162
Gautier (Jacques) :	p. 171
Gautier (Thierry) :	p. 171
GFI INFORMATIQUE (société) :	p. 66
Gestion :	
- alternative :	p. 104
frais de - :	p. 122, 128, 129, 130
délégation de - :	p. 113
Giovannini (Monsieur) :	
rapport - :	p. 43
Godbille (Monsieur) :	p. 163
Gorsd (Yaacov) :	p. 152
Gouvernement d'entreprise :	p. 43, 81
GRANDVISION (société) :	p. 154
GROUPE MICHELIN (société) :	p. 65
GROUPE FLO (société) :	p. 68, 76
GROUPE GASCOGNE (société) :	p. 72
GROUPE J&B ENTERTAINMENT (société) :	p. 158
GSD GESTION (société) :	p. 171

H

Hannoun (Didier) : p. 151

HARWANNE (société) : p. 86

Haut conseil du commissariat aux comptes : p. 96 et suivantes

HOLDIVAR (société) : p. 86

HOTTINGUER GESTION (société) : p. 163

I

IASB (*International Accounting Standard Board*) : p. 48, 49, 51

IASCF (*International Accounting Standard Committee Foundation*) : p. 48

IAS (*International Accounting Standards*) : p. 47 et suivantes, p. 51, 95

IFAC (*International Federation of Accountants*) : p. 51, 56

IFRS (*International Financial Reporting Standards*) : p. 47 et suivantes, p. 51, 95

Indices :
évolution des - : p. 17 et suivantes
CAC 40 (passage au flottant) : p. 34

Information :
- permanente : p. 62 et suivantes, p. 80
- privilégiée : p. 36 et suivantes, p. 144, 152

Initié : p. 36 et suivantes, p. 144, 152

INFO RÉALITÉ (société) : p. 158

ING SECURITIES BANK (société) : p. 167

ING FERRI (société) : p. 167

Injonction : p. 9, 63

Intermédiaires financiers : voir Prestataires de services d'investissement (PSI)

Introductions en bourse : p. 20, 60

ISA (*International Standard on Auditing*) : p. 49

IT LINK (société) : p. 158

J

Jännäri (Karlo) : p. 46

Jollant (Michel) : p. 148

K

KALISTO (société) : p. 162

Katiforis (Monsieur) : p. 44

KEMPEN (société) : p. 159

KESA ELECTRICAL PLC (société) : p. 60

L

LAFARGE (société) : p. 75

Lamfalussy (Alexandre) :
processus - : p. 45

Lanctuit (Jean-Pierre) : p. 155

Late trading : p. 126

LEVEN GESTION SA (société) : p. 166

LEGRAND (société) : p. 82, 88

LIFFE : p. 31

Loi de sécurité financière : p. 5 et suivantes, p. 81, 96, p. 96, 114 et suivantes, p. 168

LONDON CLEARING HOUSE (société) : p. 32

M

Mace (Dominique) : p. 165

Maina (Eric) : p. 165

Marché (s) :
- dérivés : p. 28 et suivantes
- d'actions : p. 17 et suivantes
évolution des - : p. 16 et suivantes
- obligataires : p. 26 et suivantes
surveillance du - : p. 139, 169

Market timing : p. 126

MATIF : p. 31, 139

Mauhin (Maître) : p. 158

MEDEF : p. 64

Médiation : p. 173 et suivantes

Mer (Francis) : p. 5

MERCURY CAPITAL MARKETS (société) : p. 47

Messier (Jean-Marie) : p. 91

Mimran (Arnaud) : p. 149

MOBILCOM (société) : p. 65

MONEP : p. 31, 139, 149

MONY GROUP (société) : p. 66

N

NETGEM (société) : p. 167

Nakache (Thierry) : p. 154

Nicolai (Marcel) : p. 166

Normes comptables internationales : p. 46 et suivantes, 51, 95

O

Obligations : voir titres de créance
- à bons de souscription d'actions remboursables (OBSAR) : p. 65

Offres publiques : p. 24, 61, 69 et suivantes
décisions judiciaires relatives au contrôle des - : p. 82 et suivantes
directive sur les - : p. 42

Offshore :
centres - : p. 57

OICV (Organisation internationale des commissions de valeurs) : p. 52 et suivantes

OPCVM (organisme de placement collectif en valeurs mobilières) :
agrément des - : p. 117 et suivantes
directives sur les - : p. 122
évolution du cadre juridique des - : p. 122 et suivantes
- à compartiments : p. 125
- à procédure allégée : p. 118
- à vocation générale : p. 117 et suivantes
- d'OPCVM : p. 125
- indiciels : p. 125
- indiciels cotés : p. 24, 60
- maîtres et nourriciers : p. 125

OPTIMS (société) : p. 65

ORANGE (société) : p. 70, 72, 85, 86, 89, 148

P

Passeport européen : p. 112

PÉCHINEY (société) : p. 60, 70, 71

PIERRE CHARRON GESTION SA (société) : p. 166

Plan d'action sur les services financiers (PASF) : p. 36 et suivantes

Pluvinet (Gérard) : p. 163

PLS VENTURE CAPITAL PARTNERS (société) : p. 162

Pottier (Bernard) : p. 166

Programmes de rachat d'actions : p. 22, 62

Prestataire de services d'investissement (PSI) : p. 103 et suivantes
contrôle des - : p. 140 et suivantes
approbation des programmes d'activité des - : p. 103 et suivantes, p. 107 et suivantes

PRISMAFLEX INTERNATIONAL (société) : p. 157

Prospectus :
publicité et diffusion des - : p. 77
directive - : p. 37
- sur titres de créance à formule : p. 78

Public Interest Oversight Board (PIOB) : p. 56

Q

QUANTEL (société) : p. 66

R

Rachat d'actions : p. 22, 62

déclaration des émetteurs sur leur - : p. 78

R2I SANTÉ (société) : p. 68, 69

RÉCIF (société) : p. 68

Recommandation de la COB :

n° 2003-01 : p. 80

RÉGINA RUBENS (société) : p. 154

Réglementation comptable : p. 92 et suivantes

- internationale : p. 48 et suivantes

Règlement général :

- de l'Autorité des marchés financiers : p. 10

- du Conseil des marchés

financiers : p. 29 et suivantes

Règlements de la COB :

n° 89-02 p. 30

n° 94-01 p. 30

n° 95-01 p. 76, 77

n° 96-03 p. 30

n° 98-01 p. 30, 76, 77

n° 98-02 p. 77, 79

n° 98-08 p. 30, 76, 77

n° 2002-04 p. 30, 76, 77

n° 2003-02 p. 77

n° 2003-03 p. 30

n° 2003-04 p. 30

n° 2003-05 p. 30

n° 2003-06 p. 79

n° 2003-07 p. 30

n° 2003-08 p. 30

Règlement-livraison : p. 31

RENAULT (société) : p. 154

Revenu (Patrick) : p. 162

Reynaud de la Gardette (Philippe) : p. 153

RHÔNE POULENC (société) : p. 65

Rubens (Régina) : p. 154

S

SACAM DÉVELOPPEMENT (société) : p. 89

Sanctions :

- prononcées par l'AMF : p. 171 et suivantes

- prononcées par la COB : p. 152 et suivantes

- prononcées par le CMF : p. 147 et suivantes

- prononcées par le CDGF : p. 162 et suivantes

procédure de - de l'AMF : p. 11, 168 et suivantes

SAVEURS DE FRANCE-BROSSARD

(société) : p. 66

Schott (Michel) : p. 158

Schott (Madame) : p. 158

SCPI (société civile

de placement immobilier) : p. 132 et suivantes

code de bonne conduite des - : p. 133

SEAT PAGINE GIALLE (société) : p. 84

Securities and Exchange

Commission (SEC) : p. 91, 154

SEF (société d'épargne forestière) : p. 135

Setbon (Philippe) : p. 165

SICAV d'actionnariat salarié (SICAVAS) : p. 127

SIDEL (société) : p. 155, 159

SOCIÉTÉ COMMERCIALE UNION FRANCE

(société) : p. 166

SOCIÉTÉ FERMIÈRE DU CASINO

MUNICIPAL DE CANNES (société) : p. 74

Sociétés d'épargne forestière : voir SEF

Sociétés de gestion :

agrément des - : p. 103 et suivantes

unification du statut des - : p. 112

contrôle des - : p. 142 et suivantes

SOCIÉTÉ DES HÔTELS

ET CASINO DE DEAUVILLE (société) : p. 74

SOCIÉTÉ HÔTELIÈRE DE LA CHAÎNE

LUCIEN BARRIÈRE (société) : p. 74

SOFIBUS (société) : p. 163

SOFICA (société pour le financement

de l'industrie cinématographique

et audiovisuelle) : p. 136

SOFIPÊCHE (société pour le financement

de la pêche artisanale) : p. 136

SOFIVAL (société) : p. 163

Surveillance des marchés : p. 139, 169

Suspension de cotation : p. 183

Syndicat national de l'agriculture

et de la ruralité " Verte France " : p. 89

Syndicat départemental de défense

des droits des agriculteurs : p. 89

Systèmes alternatifs de transaction : voir ATS

T

Taburet (Laurent) : p. 172

Tenue de compte conservation : p. 128

habilitation à la - : p. 110

TETRA LAVAL (société) : p. 159

Thiriet (Bernard) : p. 166

Titres :

- super-subordonnés : p. 65

- à durée indéterminée remboursables

en actions nouvelles (TDIRA) : p. 65

- de capital : p. 21, 61

Titres de créance : p. 26 et suivantes, p. 61

- à formule : p. 78

- remboursables en actions

et/ou en espèces : p. 65

notation des émissions de - : p. 78

TITUS (société) : p. 69

TOCQUEVILLE FINANCE

(société) : p. 82, 88, 164

Tournier (Marc) : p. 164

Trackers : voir OPCVM indicieux cotés

TRANSICIEL (société) : p. 73

Tribunal de grande instance (TGI) : p. 63, 91

Tudel (Michel) : p. 100

U

UBI SOFT ENTERTAINMENT (société) : p. 66

UMANIS (société) : p. 74, 161

UTI (société) : p. 69

V

VALBEL (société) : p. 86

Vannier (Elie) : p. 154

VERNEUIL PARTICIPATIONS (société) : p. 161

Vernusse (Marc) : p. 154

Vésian (Anne de) : p. 154

VET AFFAIRES (société) : p. 61

VICTOIRE ASSET

MANAGEMENT (société) : p. 166

Visa(s):

- des opérations financières p. 60 et suivantes

VIVENDI UNIVERSAL (société) : p. 79, 91

Volatilité : p. 20, 26, 45

W

Warrants : p. 24

WERELDHAVE (société) : p. 60

W FINANCE (société) : p. 167

Winter (Monsieur) : p. 42

X

XRT (société) : p. 68

XRT-CERG (société) : p. 156

XEOD (société) : p. 149

XILAM ANIMATION (société) : p. 172



17, place de la Bourse - 75082 Paris cedex 02 - Tél. : 01 53 45 60 00 - Fax : 01 53 45 61 00
www.amf-france.org