

AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS



Rapport annuel
2004



Le Président

Paris, le 9 mai 2005

Monsieur le Président de la République,

J'ai l'honneur de vous présenter, ainsi qu'au Parlement, le rapport de l'Autorité des marchés financiers pour l'année 2004, première année pleine d'activité de l'AMF, créée le 24 novembre 2003 par fusion de la Commission des opérations de bourse, du Conseil des marchés financiers et du Conseil de discipline de la gestion financière.

Dans un contexte caractérisé par une croissance mondiale soutenue, tirée par le dynamisme des économies des États-Unis et de la plupart des pays émergents, les marchés financiers ont poursuivi, en 2004, la reprise amorcée en 2003, à un rythme modéré et, en milieu d'année, ralenti par les incertitudes nées de la situation géopolitique, de la hausse du prix du pétrole, de la baisse du dollar et des déséquilibres, extérieur et budgétaire, américains. L'abondance de liquidités, conjuguée avec la maîtrise de l'inflation et les réminiscences des conséquences de la « bulle » des années 1998-2000, a favorisé les placements obligataires, maintenant les taux à long terme et les primes de risque à des niveaux historiquement bas.

Les marchés français ont connu des évolutions comparables à celles des principaux marchés mondiaux. Les investisseurs ont continué de manifester une aversion certaine pour le risque et les entreprises ont poursuivi leurs efforts de restructuration, de rétablissement de leurs marges et de désendettement, en privilégiant, au bénéfice de leurs actionnaires, les politiques de rachat d'actions et de distribution de dividendes. Le financement net de l'économie par le marché a donc été modeste, les émissions de capital étant compensées par les rachats d'actions, et les émissions obligataires étant en réduction notable par rapport à l'année précédente. Dans cet environnement, marqué par la prudence et la modération, la volatilité des marchés s'est établie à un niveau très modeste.

Pourtant, l'activité de marché a connu une certaine reprise, qu'il s'agisse des introductions d'entreprises nouvelles – il est vrai consécutives, pour les plus significatives, aux privatisations – des opérations financières de fusion et de restructuration ou des volumes de transactions – significativement en hausse par rapport à 2003 –.

Il convient, enfin, de retenir le dynamisme de l'industrie française de la gestion d'actifs, au premier rang en Europe pour la gestion collective dont les encours ont atteint 1 000 milliards d'euros et qui poursuit un processus remarquable de modernisation et d'innovation.

L'année 2004 a été particulièrement chargée pour la nouvelle AMF : elle a dû, en effet, conduire simultanément la conception et la mise en œuvre de son organisation et de ses méthodes de fonctionnement et l'exercice de ses missions de régulation qui ne pouvaient, bien entendu, souffrir aucune interruption.

La nouvelle organisation a été mise en place dès les premières semaines de l'année.

Le Collège a, très vite, trouvé son équilibre de fonctionnement, fondé sur la recherche du consensus et marqué par un rythme de travail intense.

Afin de faire face à la lourde charge d'examen des rapports d'enquête et de contrôle, il s'est constitué en trois commissions spécialisées, de composition homothétique à la sienne et chargées de décider des suites à donner (classement, envoi de lettres d'observations, engagement de procédures de sanction ou saisine des autorités compétentes).

En outre, afin d'améliorer la qualité technique de ses délibérations de portée générale par une prise en compte aussi éclairée que possible, en amont, des avis des acteurs du marché, il a constitué cinq commissions consultatives, chacune animée par deux de ses membres, et un conseil scientifique. Ce processus consultatif mobilise près d'une centaine d'experts de tous secteurs. Il s'accompagne de procédures formalisées de consultation des organisations représentatives des acteurs de la Place, voire de correspondants étrangers. Il est, en outre, conduit en étroite concertation avec les autorités compétentes de l'État.

Le Collège a, enfin, arrêté ses règles de fonctionnement ainsi que les règles de déontologie applicables aux membres et aux personnels de l'AMF. Il a constitué un comité d'audit et des rémunérations qui examine, plus particulièrement, sur le rapport du Secrétaire général, les questions budgétaires et comptables ainsi que les méthodes et les résultats du contrôle interne, pour lequel un service *ad hoc* a été créé à l'automne 2004.

La Commission des sanctions, elle-même subdivisée en deux sections homothétiques, avait arrêté son organisation dès la fin de l'année 2003. Compte tenu de la lourdeur de sa charge, le concours apporté à ses rapporteurs par la Direction des affaires juridiques a été confié à une équipe dédiée qui fait, en outre, appel au concours de collaborateurs appartenant aux Hautes Juridictions.

S'agissant des services, l'organisation est fondée sur une répartition croisée par missions (régulation des émetteurs et de l'information financière, régulation des intermédiaires et des infrastructures de marché, surveillance des marchés) et par fonctions. Une Direction de la régulation à vocation horizontale assure une mission d'étude, de représentation internationale et de politique réglementaire et suit les évolutions, très rapides, des techniques, des activités et de la concurrence.

La fusion des équipes, issues de maisons aux traditions différentes, a nécessité de longs travaux d'analyse et de négociation avec les personnels, afin de déterminer de nouvelles règles de gestion, et d'unifier, par-delà la diversité des situations contractuelles, le système de classification et de rémunération, désormais fondé, pour l'essentiel, sur la qualification, le mérite et l'intéressement, ainsi que les conditions de travail, pour lesquelles les discussions ont été difficiles en ce qui concerne l'organisation du temps de travail.

Au total, l'année 2004 aura permis d'atteindre les objectifs fonctionnels assignés à la réforme d'août 2003 :

- construire une autorité de marché intrinsèquement indépendante, à raison de la diversité d'origine et du mode de désignation de ses membres, de ses modalités de fonctionnement et des principes de collégialité et de transparence qui régissent ses décisions ;
- donner à cette autorité les moyens d'accomplir sa mission en termes de capacité opérationnelle : le Collège a ainsi autorisé un premier renforcement des effectifs des services, portés à quelque 360 agents, rendu nécessaire par l'accroissement des tâches de surveillance et par l'attribution de nouvelles missions, notamment en matière de contrôle de la commercialisation des produits d'épargne ;
- conforter la légitimité technique de l'Autorité, par la pluridisciplinarité et la haute compétence de ses membres et par son ancrage au cœur de la place de Paris.

Il est, d'ailleurs, réconfortant de relever que notre dispositif a fait l'objet d'appréciations élogieuses de la part du Fonds monétaire international, au terme d'une mission d'évaluation qui s'est poursuivie jusqu'au mois d'octobre 2004.

L'activité du régulateur de marché met en œuvre quatre catégories de décisions : fixer des normes ; prendre des décisions individuelles de visa ou d'agrément relatives aux opérations financières, aux produits et aux prestataires de services ; contrôler le marché et ses acteurs ; sanctionner les manquements.

La première tâche, considérable et fondatrice, accomplie par l'AMF en 2004, a concerné la rédaction de son règlement général. Ce corps de règles, véritable « code » de la régulation de marché en France, intègre et actualise, dans certains cas, les textes conçus par la COB et le CMF. Le règlement général, dont la rédaction a été entreprise au printemps, et conduite en concertation avec les organisations professionnelles de la place auxquelles il faut rendre hommage pour leur très efficace et diligente contribution, a pu être homologué par le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie à la date anniversaire de l'établissement de l'AMF. Il sera régulièrement mis à jour et complété, au fur et à mesure des évolutions législatives et réglementaires, communautaires et nationales, comme des innovations en matière de produits, de techniques et de services.

À cet égard, il est important de noter que la régulation des marchés européens est, désormais, encadrée par un corpus de règles communautaires d'une grande précision, conçues et adoptées entre 2001 et 2005, en application du Plan d'action des services financiers et selon le processus dit « Lamfalussy ». La construction du Marché unique a, ainsi, remarquablement progressé au cours de la période, même si la transposition des nouvelles règles en droit national est à peine commencée et si leur impact sur le marché est encore peu sensible. Il en est résulté, dès 2004, et il en résultera, en 2005 et les années suivantes, un travail considérable, législatif et réglementaire, d'adaptation de notre dispositif national ainsi qu'une mutation, sans doute profonde, de notre industrie financière : les grandes directives – sur les marchés d'instruments financiers (la MIF), sur les abus de marché, sur les prospectus et sur la transparence de l'information diffusée par les émetteurs, sur les instruments et les acteurs de la gestion d'actifs pour compte de tiers, sur l'adoption des normes comptables internationales par les quelque 7 000 sociétés cotées européennes etc. – sont, ou devront être prochainement, en application dans tous les États membres.

Le programme de travail de l'AMF a été, en 2004, et continuera d'être, largement dicté par ce grand chantier européen. La COB et le CMF ont d'ailleurs été, dès l'origine, étroitement impliqués dans ce processus. L'AMF, dont la visibilité internationale a été favorisée par leur fusion, a continué de participer très activement aux travaux des instances européennes et, plus particulièrement, du Comité européen des régulateurs de marché de valeurs mobilières (le CESR).

L'internationalisation des marchés dépasse, au demeurant, le champ de l'Europe et le régulateur doit, également, prendre en compte les travaux conduits, au niveau global, par l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières ou le Forum de la stabilité financière. Là encore, l'AMF est très fortement engagée, qu'il s'agisse de contribuer à la définition des standards communs de régulation des marchés ou de promouvoir une coopération internationale sans laquelle leur surveillance deviendrait illusoire. Les orientations arrêtées au niveau mondial ont, ainsi, très directement inspiré les progrès accomplis en France, sous l'impulsion de l'AMF notamment, en matière de gouvernement de l'entreprise ou de contrôle interne et externe des sociétés cotées.

Bien que très largement influencée par l'environnement international, l'activité normative a cependant connu des développements plus spécifiquement domestiques. Il faut citer, par exemple, la participation à l'élaboration de l'ordonnance sur les valeurs mobilières, le nouveau cadre réglementaire relatif au démarchage et au conseil en investissements financiers ou la définition des pratiques de marché admises par l'AMF en matière de rachat de leurs actions par les sociétés cotées.

En termes de décisions individuelles, l'année 2004 a enregistré une certaine reprise de l'activité concernant les émetteurs et l'impact particulièrement fort des évolutions techniques et réglementaires de l'industrie de la gestion d'actifs.

Le nombre et l'importance des opérations financières est en nette reprise, marquée par l'introduction de PagesJaunes et de la Snecma, par la finalisation de l'OPA d'Alcan sur Péchiney et par l'acquisition d'Aventis par Sanofi-Synthélabo. Plusieurs offres publiques ont permis des restructurations de groupes, éventuellement assorties de retraits de la cote. Dans ces circonstances, l'AMF a veillé au caractère équitable des conditions fixées par les initiateurs. Elle a, à cette occasion, considéré que les conditions de réalisation des expertises indépendantes, souvent requises en l'espèce, méritaient d'être actualisées et a conduit un travail de place sur le sujet dont les suites feront l'objet des délibérations du Collège au cours des prochains mois.

La gestion d'actifs est un des points forts de l'industrie de la finance en France. À la suite des changements intervenus au plan européen et sous l'empire d'une concurrence très vive et d'une innovation incessante, elle a mobilisé l'AMF qui s'est efforcée de concilier la nécessaire adaptation des produits et des méthodes avec la protection des épargnants. Il faut, à cet égard souligner l'importance des avancées opérées en matière de gestion alternative et d'épargne salariale. Les notables progrès accomplis en France en ce dernier domaine marquent une évolution positive au regard de la nécessité, pour les Français, d'investir à long terme dans les entreprises de notre pays pour préparer leur retraite. C'est une action encore naissante qui requiert, dans toute la mesure du possible, la continuité et la persévérance dans l'effort.

La régulation des infrastructures de marché a, enfin, appelé une particulière vigilance de la part de l'AMF. La surveillance d'Euronext-Paris s'inscrit, désormais, dans le cadre d'une coopération étroite et confiante avec nos homologues néerlandais, belge, portugais et britannique. L'ouverture de la compétition avec la Deutsche Börse pour une alliance avec le London Stock Exchange appelle, bien entendu, une grande attention. Par ailleurs, Euronext poursuit ses efforts pour améliorer son offre de services et attirer de nouvelles entreprises à la cotation. C'est un sujet majeur, le nombre des entreprises cotées ayant sensiblement chuté en France au cours des dernières années. L'AMF a ainsi approuvé la réforme de la cote « Eurolist » et adapté ses règles pour permettre la création d'un marché d'un type nouveau, Alternext, destiné aux entreprises moyennes en croissance.

De la même manière, l'AMF participe activement aux travaux relatifs aux infrastructures de « *post-marché* » (règlement-livraison et conservation des titres) qui posent de délicats problèmes d'évolution industrielle et technique au plan européen et dont les progrès conditionnent, en partie, la compétitivité de l'industrie financière européenne.

La prospérité, le dynamisme et l'efficacité d'un marché financier reposent, par-delà ses caractéristiques techniques, sur la confiance des acteurs dans la robustesse et l'intégrité de son fonctionnement. La création de l'AMF, outre ses justifications opérationnelles, était aussi une réponse à la crise de confiance provoquée par l'éclatement de la bulle et la révélation des scandales qui ont affecté tous les grands marchés du monde. La nouvelle autorité se devait donc de marquer sa détermination à conduire une action de contrôle et de sanction d'une grande fermeté à l'égard des auteurs d'abus de marché. Ce fut le cas de cette première année d'exercice, avec l'ouverture de nombreux contrôles et enquêtes, un recours fréquent à la procédure, très efficace, de l'injonction par le juge, et le prononcé par la Commission des sanctions de pénalités dont les montants, en nette progression par rapport à la moyenne des années précédentes, témoignent d'une sévérité accrue. La nouvelle organisation de l'AMF en ce domaine fonctionne ainsi conformément aux attentes.

Il reste que, comme l'ensemble de la matière répressive, la discipline de marché se heurte à l'hypertrophie de la procédure et que l'échelle des sanctions, comme le délai global de traitement des affaires, n'est pas toujours en phase avec la réalité de marché. L'introduction dans notre système, à l'instar de ce qui existe chez nos grands partenaires, d'une procédure transparente de transaction, combinée avec un relèvement significatif du *quantum* de certaines sanctions, constituerait donc une réforme bienvenue.

La protection de l'épargne qui est au cœur de la mission de l'AMF ne repose pas uniquement sur la régulation et sur la discipline. Elle met aussi en œuvre, sur toutes les places développées, une triple action de médiation, d'information et de pédagogie.

L'AMF a hérité d'une tradition bien établie en matière de médiation et d'information du public et a encore développé et amélioré le service rendu, et apprécié, en ce domaine.

La formation des épargnants reste, en revanche, un point faible dans notre pays où la culture économique et financière est encore très insuffisante. L'AMF a engagé une réflexion de place sur ce sujet de grande importance et fera prochainement des propositions ambitieuses pour une action de long terme s'adressant à tous les Français.

Pour conclure, il faut replacer l'action de l'AMF dans le cadre du développement de la place de Paris.

Le régulateur ne saurait occulter les leçons des crises de marché, même si le souvenir s'estompe dans les mémoires. Il se doit d'améliorer la protection de l'épargne, la qualité de l'information et le fonctionnement du marché. C'est dans cet esprit que l'AMF a récemment engagé de nouveaux travaux de place, sur l'indépendance de l'analyse financière, l'effectivité du vote des actionnaires aux assemblées générales ou le contrôle interne des sociétés, comme elle a appelé de ses vœux le lancement bienvenu, par le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, du groupe de travail sur la transposition de la directive OPA, et de l'importante mission d'étude transsectorielle sur la commercialisation des produits financiers.

Mais le régulateur est également soucieux du développement de la place financière. À cet égard, il faut saluer les progrès remarquables accomplis par notre système de marché financier au cours des dernières années.

Notre place est, sans doute, *leader* en Europe continentale et constitue un atout majeur pour l'économie française. Cette réussite tient, bien sûr, à la qualité technique et à la modernité de ses dispositifs, à sa réputation de sûreté et d'intégrité ainsi qu'au dynamisme de ses professionnels.

Mais la compétition est rude et va s'amplifier à la mesure de l'intégration des marchés européens et mondiaux. Il est donc vital de poursuivre l'effort afin d'accroître la base domestique de notre marché, sa profondeur et sa liquidité, conditions de son attractivité. L'action des pouvoirs publics en ce domaine doit s'articuler autour de deux axes complémentaires, utilisant les ressorts du droit et de la fiscalité : favoriser l'entrée en bourse des entreprises les plus dynamiques afin d'améliorer leurs conditions de financement et favoriser l'investissement de l'épargne à long terme en actions, afin d'associer, individuellement ou *via* la gestion collective, les Français à la vie et au développement de leurs entreprises.

Je souhaite, en terminant, rendre hommage au dévouement et à l'exceptionnelle compétence des personnels de l'AMF, excellemment conduits par son Secrétaire général, Gérard Rameix, et remercier mes collègues – membres du Collège et de la Commission des sanctions – pour leur engagement individuel et le remarquable fonctionnement de notre processus collégial.

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

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Michel Prada', with a stylized flourish at the end.

Michel Prada

SOMMAIRE

Présentation de l'Autorité des marchés financiers

	PAGES
PRÉSENTATION DE L'AMF	5
LES MEMBRES DU COLLÈGE	7
LES MEMBRES DE LA COMMISSION DES SANCTIONS	9
ORGANISATION DE L'AMF	11
ORGANIGRAMME DES SERVICES DE L'AMF	12
LES OPÉRATIONS FINANCIÈRES ET L'INFORMATION	13
LA RÉGULATION DES MARCHÉS, DES PROFESSIONNELS ET DES PRODUITS D'ÉPARGNE COLLECTIVE	15
LA SURVEILLANCE DU MARCHÉ : CONTRÔLES, ENQUÊTES ET SANCTIONS	17
DU CONTRÔLE À LA DÉCISION DE SANCTION	19
PÉDAGOGIE ET MÉDIATION	21
LE DÉVELOPPEMENT DE LA RÉGULATION FINANCIÈRE SUR LES SCÈNES FRANÇAISE ET INTERNATIONALE	23

1 CHAPITRE

L'évolution des marchés financiers en 2004

	PAGES
1 LES MARCHÉS D' ACTIONS	29
A Un contexte conjoncturel favorable, malgré une croissance limitée	29
B Une nouvelle année de hausse pour les indices boursiers, après le rebond enregistré en 2003	30
C L'évolution de l'activité sur les marchés d'actions	33
2 LES MARCHÉS OBLIGATAIRES	39
A Le maintien des rendements des emprunts souverains à des niveaux historiquement faibles	39
B La poursuite de l'amélioration sur le marché du crédit	39
3 LES MARCHÉS DE PRODUITS DÉRIVÉS	41
A L'évolution globale des marchés	41
B Un renforcement de la segmentation de l'offre par type de produits	41
C Euronext Liffe : une évolution contrastée en 2004	42

2 CHAPITRE



ANNEXES DES CHAPITRES voir page 221
INDEX DES MOTS CITÉS DANS LE RAPPORT voir page 303

3
 CHAPITRE

La régulation
 et la coopération
 internationales

	PAGES
1 LES TRAVAUX DES INSTANCES INTERNATIONALES	46
A Les agences de notation	46
B Le gouvernement de l'entreprise : les enseignements tirés des faillites frauduleuses	48
C Les centres <i>off shore</i>	48
D La surveillance des marchés	49
E La lutte contre le blanchiment de capitaux	51
F Le rapport du CESR : quels outils de supervision pour les marchés financiers ?	51
G Le <i>Joint Forum</i> et le Forum de la stabilité financière	53
H Les activités de compensation et de règlement-livraison dans l'Union européenne	54
2 LE PLAN EUROPÉEN D'ACTION POUR LES SERVICES FINANCIERS	59
A L'échéancier de la transposition des directives européennes	59
B La directive offres publiques d'acquisition (OPA)	61
C La directive marchés d'instruments financiers (MIF)	61
D La directive prospectus	67
E La directive abus de marché	68
F La directive transparence	69
G La réglementation de la gestion d'actifs	70
3 LES TRAVAUX DU COMITÉ TECHNIQUE DE L'OICV	72
A L'information financière et comptable	72
B La régulation des marchés secondaires	72
C La réglementation des intermédiaires de marchés	73
D La coopération et l'échange d'informations	75
E L'identification des clients	75
F La gestion d'actifs	76
4 LA NORMALISATION COMPTABLE	78
A Les nouvelles normes IFRS	78
B Les interprétations publiées par l'IFRIC	80
C L'état des lieux des normes IFRS approuvées par la Commission européenne	84
D La coopération internationale et européenne en matière comptable	85
E L'harmonisation internationale des règles relatives aux auditeurs	86
5 LA COOPÉRATION INTERNATIONALE DE L'AMF	88
A La coopération bilatérale	88
B L'Institut francophone de la régulation financière (IFREFI)	88
C Le comité d'application des principes et programme pilote de l'OICV	89

Les opérations financières
 et la qualité
 de l'information

	PAGES
1 L'ÉVOLUTION RÉGLEMENTAIRE	92
A L'ordonnance sur les valeurs mobilières du 24 juin 2004 ..	92
B Les obligations d'information des émetteurs	92
C Le rachat d'actions	93
D Les augmentations de capital réservées à des catégories de personnes	94
E La loi Dutreil et la publication des engagements de conservation conclus par les actionnaires	94
F La déclaration par les dirigeants de leurs opérations sur les titres de la société	95
G Le rapport 2004 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et les procédures de contrôle interne	96
2 L'ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ	97
A Les opérations financières	97
B Le suivi de l'information permanente des sociétés faisant appel public à l'épargne	99
C Les appels au marché	100
D Les restructurations de dettes	103
E Les offres publiques	104
F Les dérogations au dépôt obligatoire d'un projet d'offre ..	112
G Les franchissements de seuils	113
3 LE CONTENTIEUX DE LA RECEVABILITÉ DES OFFRES ET DE L'INFORMATION	113
A OPA mixte Sanofi-Synthélabo sur Aventis	113
B OPRO France Télécom sur Orange	114
C OPRO Acxiom European Holdings Limited sur Consodata ..	114
4 LES ASPECTS COMPTABLES	115
A Le passage aux normes IFRS	115
B L'évolution de la réglementation comptable française ...	117
C La surveillance de la profession de commissaire aux comptes	121
5 LE RAPPORT DE L'AMF SUR LES AGENCES DE NOTATION	125

SOMMAIRE

4

CHAPITRE

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

	PAGES
1 LES PRINCIPALES ÉVOLUTIONS RÉGLEMENTAIRES	130
A Les évolutions relatives aux sociétés de gestion	130
B Les évolutions relatives aux OPCVM	134
C Le nouveau cadre réglementaire du démarchage bancaire et financier	139
D Les conseillers en investissements financiers	140
E Les dispositions relatives à l'analyse financière	142
2 LES PRESTATAIRES DE SERVICES D'INVESTISSEMENT	144
A Les sociétés de gestion	144
B Les dépositaires d'OPCVM	147
C Les autres prestataires de services d'investissement	147
3 LES OPCVM GÉNÉRAUX	150
A Le bilan des autorisations	150
B L'évolution des encours	153
C Les principales évolutions de l'offre de gestion collective	156
4 L'ÉPARGNE SALARIALE	158
A Les évolutions réglementaires	158
B Les OPCVM d'épargne salariale (FCPE et SICAVAS)	159
5 LE CAPITAL INVESTISSEMENT	160
A Les évolutions réglementaires	160
B Les OPCVM de capital investissement (FCPR, FCPI et FIP)	160
6 LES SOCIÉTÉS CIVILES DE PLACEMENT IMMOBILIER	162
A La création des OPCI	162
B L'évolution des sociétés civiles de placement immobilier (SCPI)	162
7 LES AUTRES VÉHICULES	164
A Les fonds communs de créances	164
B Les sociétés pour le financement de l'industrie cinématographique et audiovisuelle (SOFICA)	165
C Les sociétés pour le financement de la pêche artisanale (SOFIPÊCHE)	165
D Les sociétés d'épargne forestière	165
E Les biens divers	165
8 LES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ	166
A Activité et régulation d'Euronext	166
B Activité et régulation de LCH.Clearnet SA	167
C Activité et régulation d'Euroclear France	168
D Les projets d'offres sur le <i>London Stock Exchange</i> (LSE)	169

5

CHAPITRE

La surveillance et la discipline des marchés

	PAGES
1 L'ÉVOLUTION RÉGLEMENTAIRE	172
2 LA SURVEILLANCE DES MARCHÉS	174
A La surveillance de l'activité des prestataires	174
B La surveillance des opérations	175
3 LE CONTRÔLE DES PRESTATAIRES DE SERVICES D'INVESTISSEMENT	176
A Les contrôles sur pièces	176
B Les contrôles sur place	179
4 LES ENQUÊTES	181
A L'origine et la typologie des enquêtes	181
B La coopération internationale	181
5 LES TRANSMISSIONS À D'AUTRES AUTORITÉS EN 2004	184
A Les transmissions aux autorités administratives ou professionnelles	184
B Les transmissions aux autorités judiciaires	184

CHAPITRE 6

La Commission des sanctions

	PAGES
1 L'ACTIVITÉ DE LA COMMISSION DES SANCTIONS	186
2 LES DÉCISIONS DE LA COMMISSION DES SANCTIONS ET LEURS SUITES (AVRIL 2004 – FEVRIER 2005)	187
3 LES SUITES DES DÉCISIONS DE SANCTION PRONONCÉES PAR LA COB, LE CMF ET LE CDGF	199

CHAPITRE 7

L'Autorité des marchés financiers et le public

	PAGES
1 LE RAPPORT DU MÉDIATEUR	202
A Présentation et finalités	202
B Le flux des dossiers de consultation et de médiation	203
C Les thèmes traités	203
D Les perspectives	207
2 LES CONSULTATIONS ET LA CONCERTATION AVEC LA PLACE	209
A Les travaux des commissions consultatives	209
B Les travaux des groupes de place	213
C Le conseil scientifique	216
3 LES ACTIONS PÉDAGOGIQUES ET L'INFORMATION DU PUBLIC	217
A Le site Internet	217
B Le centre de documentation et d'information du public	218
C Le traitement des demandes des professionnels	219
D La coopération avec la Banque de France	219

Présentation de l'Autorité des marchés financiers

Créée par la loi de sécurité financière (LSF) du 1^{er} août 2003, l'Autorité des marchés financiers (AMF) est issue de la fusion de la Commission des opérations de bourse (COB), du Conseil des marchés financiers (CMF) et du Conseil de discipline de la gestion financière (CDGF). La loi a ainsi simplifié l'architecture du dispositif français de la régulation des marchés financiers en améliorant son efficacité et sa visibilité internationale. L'AMF a été installée le 24 novembre 2003.

Au service de la protection de l'épargne, l'AMF est une autorité publique indépendante qui réglemente et contrôle les marchés financiers.

Missions

En application de la loi, l'AMF a pour mission de veiller :

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

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

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

Compétences

L'AMF intervient sous quatre formes :

- elle réglemente ;
- elle autorise les acteurs et les produits (agrément), les opérations financières (recevabilités et visas) ;
- elle surveille et contrôle les acteurs et les marchés ;
- elle sanctionne en cas de manquement aux règles applicables. Les décisions de l'AMF sont susceptibles de recours devant les juridictions administratives ou judiciaires.

L'AMF encadre :

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

Elle rédige chaque année un rapport sur les agences de notation et sur le contrôle interne des sociétés faisant appel public à l'épargne.

Moyens et organisation

L'AMF comprend un Collège et une Commission des sanctions. Pour exercer ses missions, elle s'appuie sur l'expertise de cinq commissions consultatives, d'un conseil scientifique et de près de 360 collaborateurs. Dotée de la personnalité morale, elle bénéficie de l'autonomie financière et de gestion. Elle est néanmoins soumise au contrôle de la Cour des comptes.

Budget 2004⁽²⁾ en millions d'euros :

Recettes globales : 54,3
Dépenses globales⁽³⁾ : 53,6
Effectif budgétaire : 358 collaborateurs

● L'AMF : une structure collégiale indépendante et pluridisciplinaire

L'AMF est composée de deux organes collégiaux dont tous les membres sont distincts :

- le Collège ;
- la Commission des sanctions.

Associant magistrats, représentants d'autorités publiques, personnalités qualifiées et professionnels experts, ces organes rassemblent des compétences pluridisciplinaires. Son Président est nommé pour cinq ans par le Président de la République. À l'exception des membres de droit – représentant du gouverneur de la Banque de France et Président du Conseil national de la comptabilité – les membres du Collège et de la Commission des sanctions sont désignés par différentes autorités publiques pour cinq ans et sont renouvelés par moitié tous les trente mois. Leur mandat est renouvelable une fois. Leur indépendance est par ailleurs confortée par un dispositif d'incompatibilités et de prévention des conflits d'intérêts⁽⁴⁾.

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

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

● L'AMF : bilan d'une première année d'activité

La création de l'Autorité des marchés financiers, en novembre 2003, a constitué un événement majeur pour la place financière. Le passage de relais entre institutions s'est effectué sans rupture opérationnelle. La nouvelle organisation des services est devenue effective moins de trois mois après son installation. L'Autorité s'est très rapidement dotée d'un règlement général, rédigé selon une méthodologie de codification à droit constant et enrichi des dispositions requises par la transposition des directives abus de marché et l'application de la LSF. Au cours de cette première année, l'AMF s'est dotée des dispositions nécessaires pour exercer de nouvelles missions liées à la loi de sécurité financière telles que la régulation des conseillers en investissements financiers et du démarchage. L'extension de ses compétences a porté également sur les analystes financiers, l'information sur le contrôle interne et les agences de notation.

L'AMF a poursuivi les travaux engagés par ses prédécesseurs en adaptant le cadre de la régulation à la modernisation de l'industrie de la gestion par la mise en œuvre, notamment, des dispositions de la LSF (exercice du droit de vote par les sociétés de gestion, lutte antiblanchiment, réforme des fonds communs de créances, gestion alternative directe).

L'AMF a accompagné Euronext dans la réforme de sa cote et suit avec une extrême vigilance le basculement des comptes des entreprises cotées, à compter du 1^{er} janvier 2005, des normes comptables nationales vers les normes IFRS (*International Financial Reporting Standards*).

Au cours de l'année écoulée, l'AMF, dont le rôle au sein de la régulation internationale et européenne des marchés a été élevé au rang de « mission » par la loi de sécurité financière, a, grâce à une représentation homogène, occupé un rôle de premier plan au sein de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), du Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CESR), du Forum de la stabilité financière (FSF) ou de l'Institut francophone de la régulation financière (IFREFI). Dans un contexte où la confiance des épargnants a été ébranlée par les crises récentes, le régulateur a ainsi participé activement aux réflexions et aux travaux internationaux entrepris dans des domaines tels que les agences de notation, le gouvernement d'entreprise, les centres *off shore*, la lutte contre le blanchiment des capitaux, l'intégrité et la transparence des marchés, etc.

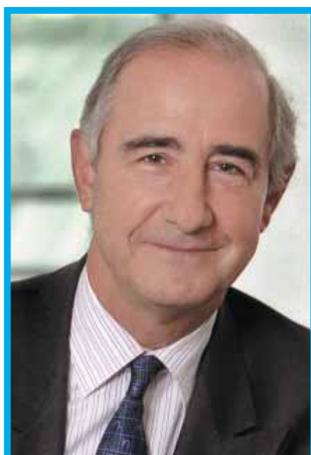
① Le Comité des entreprises d'assurance (CEA) et le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI).

② Période du 24 novembre 2003 au 31 décembre 2004.

③ Dépenses globales = (dépenses de fonctionnement + dépenses de capital) – amortissements
 53,6 = (52,2 + 4,9) - 3,5

④ Cf. les deux derniers alinéas de l'art. L. 624-1-1 du code monétaire et financier.

Les membres du Collège



1

1 Michel Prada

Président,
nommé par décret du Président de la République



2

2 Jacques Delmas-Marsalet

Désigné par le vice-président du Conseil d'État



3

3 Claire Favre

Désignée par le premier président de la Cour de cassation



4

4 Philippe Adhémar

Désigné par le premier président de la Cour des comptes

5 Jean-Paul Redouin

Désigné par le gouverneur de la Banque de France

6 Antoine Bracchi

Président du Conseil national de la comptabilité

7 Jean de Demandolx Dedons

Désigné par le président du Sénat

8 Jean-Michel Naulot

Désigné par le président de l'Assemblée nationale

9 Bernard Esambert

Désigné par le président du Conseil économique et social



10

11

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

10 Monique Bourven

11 Bernard Field

12 Antoine Giscard d'Estaing

13 Dominique Hoenn

14 Yves Mansion

15 Jean-Pierre Pinatton

LE COLLÈGE DE L'AMF

16 membres

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

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



5

6

7

8

9



12

13

14

15

16

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

16 Jean-Claude Mothié



Commissaire du Gouvernement

Xavier Musca

Les membres de la Commission des sanctions



SECTION 1 ●
SECTION 2 ●

1

1 Jacques Ribs ●

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

2

2 Jacques Bonnot ●

Désigné par le vice-président du Conseil d'État

3

3 Claude Nocquet-Borel ●

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

4

4 Marielle Cohen-Branche ●

Désignée par le premier président de la Cour
de cassation



5

6

7

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

5 Yves Brissy ●

6 Alain Ferri ●

7 Jean-Pierre Hellebuyck ●

8 Pierre Lasserre ●

9 Jean-Pierre Morin ●

10 Thierry Coste ●

LA COMMISSION DES SANCTIONS

12 membres

Elle peut prononcer des sanctions à l'égard de toute personne dont les pratiques sont contraires aux lois et règlements régissant l'appel public à l'épargne et le fonctionnement des marchés financiers et sont de nature à porter atteinte aux droits des épargnants.

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

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



8

9

10

11

12

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

11 Joseph Thouvenel ●

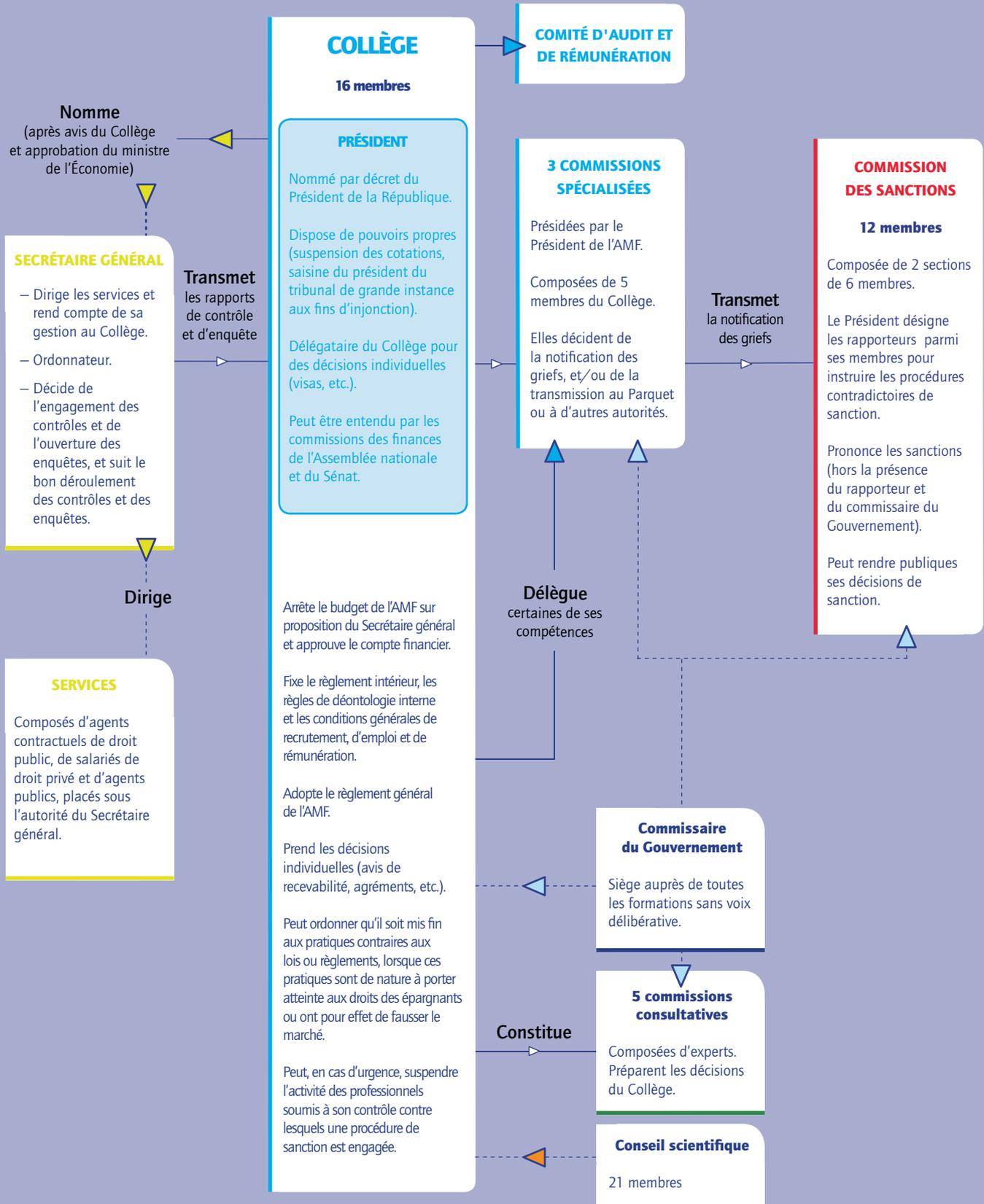
12 Jean-Jacques Surzur ●



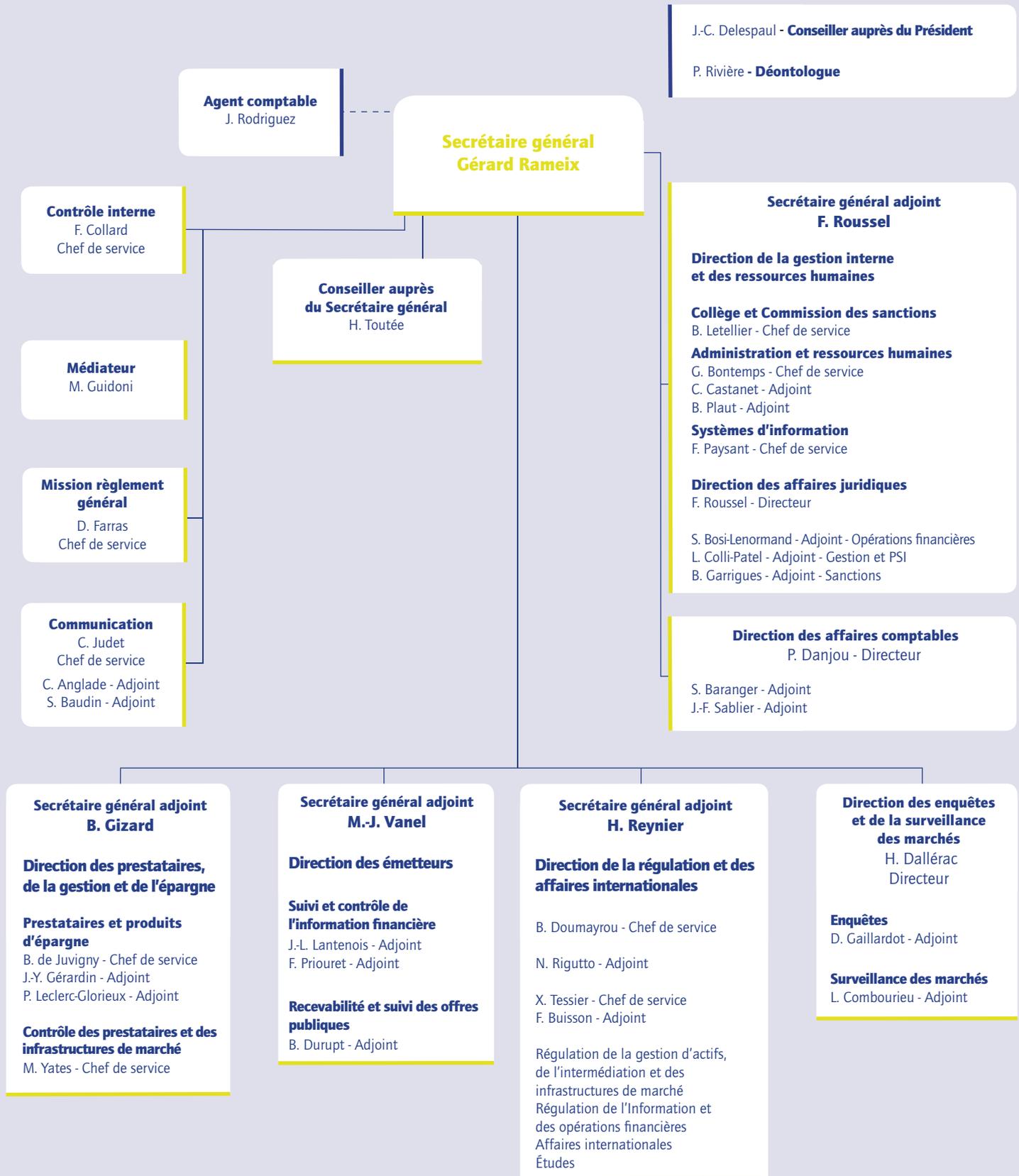
Commissaire du Gouvernement

Xavier Musca

Organisation de l'AMF



Organigramme des services de l'AMF



Les opérations financières et l'information

L'Autorité des marchés financiers réglemente les opérations financières et l'information diffusée par les sociétés cotées. Ces sociétés ont l'obligation de tenir le public informé de leurs activités, de leurs résultats et de leurs opérations financières. L'AMF supervise et contrôle l'information financière délivrée, en veillant à ce qu'elle soit précise, sincère, exacte, ponctuelle et diffusée à l'ensemble de la communauté financière.

Les opérations financières

L'AMF réglemente et contrôle l'ensemble des opérations financières portant sur les titres des sociétés cotées :

- introductions en bourse ;
- augmentations de capital ;
- offres publiques d'achat (OPA), d'échange (OPE), de retrait (OPR), etc. ;
- fusions et scissions, etc.

À chaque opération, l'AMF veille à ce que les sociétés cotées diffusent, dans des délais impartis et en respectant le principe d'égalité, une information complète et de qualité à l'ensemble du public.

L'AMF contrôle ainsi les documents d'information émis par les sociétés cotées : prospectus, note d'information, document de référence, document de base, note d'opération, etc. Ces documents sont visés par l'AMF avant leur diffusion ; dans certains cas, ils sont seulement déposés auprès de l'AMF, qui les contrôle alors *a posteriori*.

Pour protéger les intérêts des actionnaires, l'AMF se prononce également sur la recevabilité des projets d'offre publique.

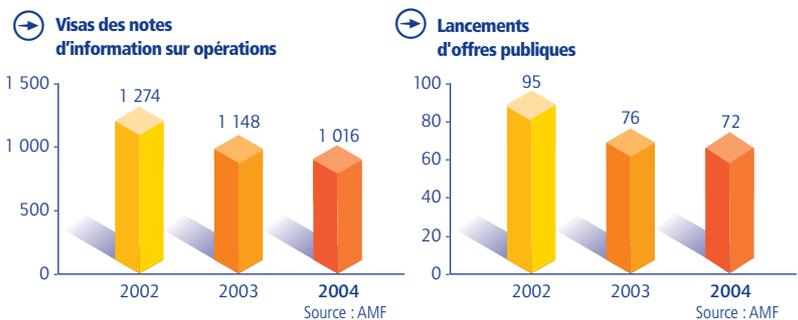
La qualité de l'information financière

L'AMF veille à ce que les sociétés cotées communiquent le plus tôt possible au public, par un communiqué de presse, toute information significative susceptible d'avoir un impact sur les cours de Bourse.

L'AMF contrôle également le respect par les sociétés de leurs obligations légales de publication des comptes annuels, des résultats semestriels et du chiffre d'affaires trimestriel. L'AMF publie systématiquement sur son site Internet⁽¹⁾ la liste des sociétés retardataires, et, en cas de retard avéré, saisit le président du tribunal de grande instance aux fins d'injonction de publier assortie d'une astreinte.

● Les chiffres clés 2004

- Visas des notes d'information sur opérations : **1 016**.
- Enregistrements de documents de référence : **388**.
- Introductions des sociétés sur les marchés réglementés français : **29**.
- **40** sociétés assignées devant le tribunal de grande instance (TGI) aux fins de publication de leurs comptes.



● Les faits marquants en 2004

En 2004, l'AMF a poursuivi ses efforts pour restaurer la confiance dans l'information financière et mené une action énergique pour en améliorer la qualité.

Contrôle interne et gouvernement d'entreprise

Dès janvier 2004, l'AMF a publié ses orientations sur le contrôle interne et le gouvernement d'entreprise ainsi que ses recommandations pour l'élaboration des documents de référence. Son premier rapport annuel sur le contrôle interne et le gouvernement d'entreprise a été publié en janvier 2005.

Rachat d'actions

Le règlement européen⁽²⁾ pris en application de la directive abus de marché⁽³⁾ est entré en vigueur le 13 octobre 2004 et a modifié le cadre applicable aux programmes de rachat d'actions. La directive prévoyant la faculté d'adopter des « pratiques de marché admises », l'AMF a reconnu, après concertation avec la place, deux pratiques, l'une relative aux contrats de liquidité, l'autre relative aux rachats pour conservation et utilisation lors d'une opération de croissance externe.

Passage aux normes comptables internationales (IFRS)

Tout au long de 2004, l'AMF a développé des actions de pédagogie et relayé les recommandations du CESR⁽⁴⁾ à l'attention des sociétés cotées pour préparer le passage aux nouvelles normes comptables. L'AMF s'assure notamment que les sociétés diffusent une information fiable et assurent la plus grande transparence sur les options retenues.

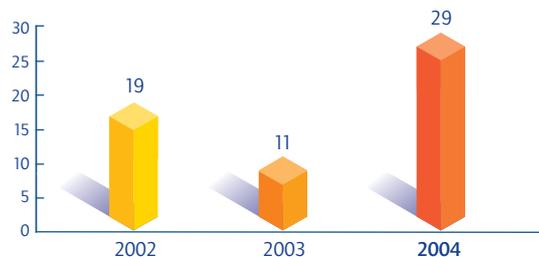
Recommandations de l'AMF relatives aux communications portant sur des données financières estimées

L'AMF a rappelé que ces données financières ne doivent pas être confondues avec la publication des comptes officiels arrêtés et audités, seuls prévus et normés par les textes, ni avec la publication d'objectifs, de prévisions ou d'avertissements sur résultats.

Trois groupes de travail présidés par des membres du Collège

- Le groupe animé par Jean-Michel Naulot sur l'évaluation financière a présenté, en avril 2005, 25 recommandations pour améliorer l'information et la protection des actionnaires minoritaires dans le cadre d'une opération financière.⁽⁵⁾
 - Jean de Demandolx Dedons préside un groupe sur la définition et l'organisation de l'analyse financière.
 - Yves Mansion coordonne les travaux d'un groupe sur l'exercice des votes en assemblée générale.
- Leurs propositions seront soumises au Collège à la fin du 1^{er} semestre 2005.

Nombre d'introductions sur les marchés réglementés français (y compris transferts)



¹ Accueil AMF > Décisions & informations financières > Retard de publication.

² N°2273/2003 du 22 décembre 2003.

³ N°2003/6/CE du 28 janvier 2003.

⁴ Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières.

⁵ Voir chapitre VII.

La régulation des marchés, des professionnels et des produits d'épargne collective

L'Autorité des marchés financiers réglemente les marchés, les services et le conseil en investissements financiers, ainsi que certains produits d'épargne collective. Elle définit ainsi les principes d'organisation et de fonctionnement des marchés. Elle édicte les règles de bonne conduite des professionnels placés sous son contrôle. Elle surveille enfin les produits d'épargne collective soumis à son agrément.

L'encadrement des marchés

L'AMF définit les principes d'organisation et de fonctionnement que doivent respecter :

- les entreprises de marché, comme Euronext Paris qui organise les transactions sur les marchés des actions, des obligations et des produits dérivés ;
- les systèmes de règlement-livraison et le dépositaire central Euroclear France.

L'AMF approuve également les règles des chambres de compensation, comme Clearnet et détermine les conditions d'exercice de leurs adhérents.

L'Autorité surveille les marchés et les transactions qui s'y déroulent.

L'encadrement des professionnels

L'AMF fixe les règles de bonne conduite et les obligations que doivent respecter les prestataires de services d'investissement.

Elle agréé les sociétés de gestion lors de leur création après avoir apprécié la compétence et l'honorabilité des dirigeants ainsi que l'adaptation des moyens dont elles disposent.

Elle détermine les conditions d'exercice des activités de conservation et d'administration des instruments financiers. L'AMF délivre un avis sur les programmes d'activité des prestataires de services d'investissement autres que les sociétés de gestion.

L'AMF contrôle les conseillers en investissements financiers. Ce nouveau statut sera accordé, sous certaines conditions, aux professionnels qui proposent des conseils financiers : experts financiers, conseillers en gestion de patrimoine, etc. La liste des conseillers en investissements financiers sera consultable sur le site de l'AMF.

L'AMF surveille enfin les démarcheurs agissant pour le compte de sociétés de gestion. Ces démarcheurs devront être enregistrés dans un fichier central consultable sur le site Internet de l'AMF à compter d'avril 2005.

L'encadrement des produits d'épargne collective

L'AMF autorise la création des OPCVM (SICAV, FCP, FCPR, FCPI, FCPE, FCIMT, FIP, etc.) en vérifiant la régularité de ces produits avant leur commercialisation.

L'AMF examine notamment l'information contenue dans le prospectus qui doit être remis à toute personne souhaitant investir dans ces produits. Y sont résumées les informations essentielles : modalités de fonctionnement, performances passées, frais, caractéristiques et risques spécifiques du produit. Les prospectus des OPCVM sont accessibles sur le site Internet⁽¹⁾ de l'AMF.

Par la suite, l'AMF surveille les OPCVM pendant leur durée de vie, en vérifiant notamment la clarté de l'information diffusée aux investisseurs (rapports annuels, lettres, etc.).

L'AMF contrôle enfin d'autres produits d'épargne collective : FCC, SCPI, SOFICA, SOFIPECHE, SEF.

● Les chiffres clés 2004

▶ Entités soumises au contrôle de l'AMF au 31/12/2004	
Nombre de sociétés de gestion	501
Nombre de prestataires de services d'investissement*	482
▶ Agréments et avis délivrés en 2004	
Nombre d'agréments de sociétés de gestion	68
Nombre d'avis sur des programmes d'activité autres que la gestion pour compte de tiers	32
▶ OPCVM	
OPCVM existants au 31/12/2004	7908
Nombre d'agréments délivrés en 2004	702
Croissance des encours bruts** en 2004	+ 11 % à 1 006 milliards d'euros

* dont 132 entreprises d'investissement, 345 établissements de crédit, 2 teneurs de compte-conservateurs, 3 infrastructures de marché.
 ** y compris les OPCVM nourriciers.

● Les faits marquants en 2004

Base de données OPCVM sur le site Internet de l'AMF : GECO

Lancée en mars 2004, la base de données GECO (pour Gestion Collective) permet d'accéder à l'ensemble des notices d'information et des prospectus des OPCVM agréés par l'AMF ainsi qu'à leurs valeurs liquidatives. Elle permet également de vérifier les agréments des sociétés de gestion et de connaître les encours mensuels, par masses agrégées (selon la classification AMF).

Le passage au nouveau prospectus

Afin de faciliter le passage au nouveau prospectus, pour les OPCVM existants avant le 13 février 2004 (date d'entrée en vigueur de la directive OPCVM modifiée), l'AMF a modifié les délais de passage (de juin à septembre 2005) et a mis en place une procédure déclarative : les sociétés de gestion devant faire passer plus de 25 prospectus peuvent bénéficier d'un contrôle *a posteriori* de ces prospectus, sous réserve que l'AMF ait validé :

- les procédures internes d'organisation adoptées par la société de gestion ;
- la trame-type d'une famille d'OPCVM ;
- deux prospectus au sein de la famille, sans observations majeures.

Recommandations sur les pratiques de *late trading*/market timing

À la suite de dysfonctionnements constatés aux États-Unis, l'AMF a effectué un premier contrôle sur pièce (par questionnaire) des ordres de souscriptions/rachat

auprès de 34 sociétés de gestion. L'AMF n'a pas constaté de dysfonctionnements majeurs en France. Néanmoins, elle a observé que certaines procédures pouvaient encore être améliorées afin d'éviter tout risque en la matière. C'est pourquoi, sans attendre les résultats des contrôles menés sur place auprès d'une sélection de sociétés, le Collège a décidé d'émettre une série de recommandations en juillet 2004.

Les conseillers en investissements financiers (CIF)

Le statut de CIF et la procédure d'agrément des associations professionnelles (chargées de l'enregistrement des CIF et de l'application de règles de bonne conduite à cette profession) ont fait l'objet d'une vaste consultation publique et de discussions constructives avec les associations professionnelles concernées avant l'adoption des dispositions du règlement général de l'AMF⁽²⁾.

Gestion alternative

La loi de sécurité financière a prévu la création de nouveaux véhicules d'investissement permettant la mise en œuvre de la gestion alternative directe. Un groupe de place, constitué en mars 2004, a très rapidement élaboré et proposé au Collège des principes et des procédures devant guider l'organisation de cette gestion alternative de manière sécurisée. Les premiers programmes d'activité des sociétés de gestion souhaitant mettre en œuvre ce type de gestion au travers d'OPCVM *on shore* ont été validés fin 2004.

① www.amf-france.org - onglet Recherche : base OPCVM/GECO.

② Arrêté d'homologation publié au J.O. du 22 avril 2005.

La surveillance du marché : **contrôles, enquêtes et sanctions**

L'Autorité des marchés financiers surveille quotidiennement les marchés français d'instruments financiers. Elle dispose d'un pouvoir d'enquête et de contrôle, et peut sanctionner toute personne dont les pratiques seraient contraires aux règles en vigueur.

Pour mener à bien cette mission, l'AMF dispose de moyens performants : outils informatiques surveillant quotidiennement les transactions, équipe de 80 personnes dédiées au contrôle des marchés et des professionnels agréés et aux enquêtes sur d'éventuels abus de marché.

Une mission de surveillance

L'AMF exerce une mission de surveillance :

- des instruments financiers admis à la cotation sur la Bourse de Paris (Euronext Paris) : actions, obligations, produits dérivés ;
- des professionnels qui interviennent sur ces marchés (établissements de crédit, entreprises d'investissement, sociétés de gestion, conseillers en investissements financiers, démarcheurs) ;
- des infrastructures de marché.

Un pouvoir de contrôle

Le service du contrôle des prestataires et des infrastructures de marché opère sur pièces et sur place auprès :

- de l'ensemble des entreprises qui disposent d'un agrément pour exercer des services d'investissement ainsi que de leurs collaborateurs soit 482 prestataires de services d'investissement (PSI) et 501 sociétés de gestion ;
- des marchés d'instruments financiers ;
- du système de règlement-livraison et du dépositaire central ;
- des chambres de compensation ;
- des conseillers en investissements financiers (CIF) et des démarcheurs.

Enfin, le régulateur a la possibilité de recourir à des corps extérieurs de contrôle (l'entreprise de marché, le dépositaire central, la Commission bancaire ou des cabinets d'audit).

Un pouvoir d'enquête

En cas de soupçon d'abus de marché, l'AMF peut décider d'ouvrir une enquête sur d'éventuelles infractions boursières (opérations d'initiés, manipulations de cours, diffusion de fausse information, etc.).

Par nature une enquête n'est jamais prévisible.

Elle n'est diligentée que lorsque survient une situation comportant des risques de manquement au règlement général de l'AMF, que ce soit le fait d'une société, d'un investisseur particulier ou institutionnel, d'un professionnel du marché ou de toute autre personne.

Les missions de contrôle et les enquêtes donnent lieu à l'élaboration d'un rapport. En fonction des éléments contenus dans ce rapport, plusieurs suites sont possibles.

Un pouvoir de sanction

Le Collège de l'AMF peut ouvrir une procédure de sanction à l'encontre de toute personne dont les pratiques sont contraires à sa réglementation ou aux obligations professionnelles. Après instruction par un rapporteur, les faits sont jugés par la Commission des sanctions.

▶ Quelles sont les suites possibles d'une enquête ou d'un contrôle de l'AMF ?

L'ouverture d'une procédure de sanction par l'AMF.(*)	La transmission au Parquet lorsque des faits paraissent constitutifs d'un délit. (*)	La transmission à d'autres autorités pour des faits relevant de leur compétence. (*)	L'envoi par l'AMF d'observations, éventuellement publiques, aux personnes intéressées.	Une injonction.	Le classement du dossier.
---	--	--	--	-----------------	---------------------------

(*) Un même rapport d'enquête ou de contrôle peut comporter plusieurs suites.

La coopération internationale

L'internationalisation des enquêtes implique également le renforcement de la coopération de l'AMF avec ses homologues des grandes places financières mondiales mais aussi une participation toujours plus active aux travaux internationaux conduits par l'OICV⁽¹⁾, le CESR⁽²⁾ ou dans le cadre d'Euronext.

L'AMF participe ainsi activement aux travaux entrepris par l'OICV sur le rôle des entités non régulées localisées dans les centres *off shore*. L'Autorité adhère également

à l'accord multilatéral de coopération entre régulateurs boursiers dont l'objectif est de faciliter les échanges d'informations lors d'enquêtes sur les abus de marchés. L'AMF est également associée aux travaux du CESR-Pol⁽³⁾ depuis sa création en 1999. L'objectif de ce groupe 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.

● Les chiffres clés 2004

▶ Le bilan de la surveillance et de la discipline des marchés

Nombre de situations de marchés examinées	1 560
Nombre de contrôles sur place auprès de prestataires de services d'investissement	125
Nombre d'enquêtes ouvertes	83

Source : AMF

▶ Le bilan de la Commission des sanctions

Nombre de procédures de sanction transmises à la Commission :	52
dont 14 procédures héritées et 38 procédures ouvertes par l'AMF	
Nombre de procédures de sanction menées à leur terme en 2004 :	24 ⁽⁴⁾
dont 20 procédures ont donné lieu à sanction concernant 44 personnes	

Source : AMF

1 Organisation internationale des commissions de valeurs.

2 Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières.

3 Ce groupe de travail permanent du CESR, créé en 1999 à la suite de la signature, sous l'égide de FESCO, d'un accord multilatéral de coopération et d'échange

d'informations, réunit les responsables des services d'inspection et de surveillance des marchés des 27 Commissions membres du CESR.

4 3 de ces décisions n'ont été notifiées et publiées au BALO qu'en 2005. Sur les 21 autres décisions prises, 2 décisions sans sanction n'ont pas été publiées.

Du contrôle à la décision de sanction

RÉCAPITULATIF DE LA FONCTION RÉPRESSIVE

Phase de contrôle et d'enquête

Dans le cadre de leurs missions de contrôle et de surveillance des marchés, de suivi de la vie des sociétés ou sur la base de plaintes, les services de l'AMF constatent des comportements susceptibles de nuire au bon fonctionnement des marchés.

Le Secrétaire général de l'AMF décide l'ouverture d'un contrôle auprès d'une entité réglementée ou d'une enquête.

Il habilite les enquêteurs et établit les ordres de mission qui précisent leur objet.

Les résultats des enquêtes et des contrôles font l'objet d'un rapport écrit qui indique si les faits relevés sont susceptibles de constituer des manquements au règlement général de l'AMF, des manquements aux autres obligations professionnelles ou une infraction pénale.

Le rapport de contrôle est envoyé à l'entité contrôlée pour observation.

Ouverture des poursuites

Le Secrétaire général de l'AMF transmet le rapport à l'une des commissions spécialisées du Collège.

La commission spécialisée examine le rapport de contrôle ou d'enquête et décide des poursuites.

Si le rapport identifie d'éventuels manquements :

- de la part des professionnels, à leurs obligations définies par les lois, règlements et règles professionnelles approuvées par l'AMF ;
- de la part de toute autre personne dont les pratiques contraires aux lois et règlements sont de nature à porter atteinte aux droits des épargnants,

la commission spécialisée décide l'ouverture d'une procédure de sanction.

Si le rapport n'indique aucun manquement substantiel,

le dossier est classé, avec ou sans observation.

Si le rapport indique d'éventuelles infractions pénales,

le rapport de contrôle ou d'enquête est transmis au procureur de la République.

Si le rapport indique des faits qui ne relèvent pas de la compétence de l'AMF,

le rapport de contrôle ou d'enquête est transmis aux autorités compétentes nationales ou internationales.

Un même rapport de contrôle ou d'enquête peut comporter plusieurs suites.

En cas d'urgence, le Collège peut suspendre l'activité des professionnels soumis à son contrôle contre lesquels une procédure de sanction est engagée.

Procédure de sanction

La notification des griefs est adressée par le Président du Collège aux personnes mises en cause, accompagnée du rapport de contrôle ou d'enquête.

Le Président du Collège transmet la notification des griefs au Président de la Commission des sanctions.

Le Président de la Commission des sanctions désigne un rapporteur parmi les membres de cette dernière et attribue l'affaire à la Commission des sanctions ou à l'une de ses sections.

Le rapporteur procède à toutes les diligences utiles. Il peut être assisté des services de l'AMF.

Le rapporteur consigne par écrit le résultat de ses opérations dans un rapport qui est communiqué à la personne mise en cause.

La personne mise en cause est convoquée devant la Commission des sanctions (ou la section).

→ Séance de sanction

Les personnes mises en cause disposent d'un délai d'1 mois (2 mois si elles résident dans un pays hors EEE) pour transmettre au Président de la Commission des sanctions leurs observations écrites sur les griefs qui leur ont été notifiés.

Ces personnes peuvent prendre connaissance et copie des autres pièces du dossier auprès de la Commission des sanctions et se faire assister ou représenter par tout conseil de leur choix.

Lors de la séance de sanction, le rapporteur présente l'affaire. La personne mise en cause, ou son conseil, présente sa défense. Dans tous les cas, la défense prend la parole en dernier.

La séance est publique à la demande de l'une des personnes mises en cause.

→ Décision de sanction

Instruction contradictoire : les personnes mises en cause peuvent demander à être entendues. Le rapporteur peut également entendre les personnes mises en cause ou toute personne dont l'audition lui paraît utile, ou demander des documents supplémentaires.

Lorsqu'il estime que les griefs doivent être complétés ou que les griefs sont susceptibles d'être notifiés à une ou plusieurs personnes autres que celles mises en cause, le rapporteur saisit le Collège.

La personne mise en cause dispose d'un délai de quinze jours francs pour faire connaître, par écrit, ses observations sur le rapport.

La Commission des sanctions (ou l'une de ses sections) statue hors la présence de la personne mise en cause, du rapporteur et du commissaire du Gouvernement.

Un compte rendu de séance signé du Président de la Commission des sanctions (ou de la section qui a statué), du rapporteur et du secrétaire de séance est adressé aux membres de la Commission des sanctions et au commissaire du Gouvernement.

La décision de sanction est notifiée aux personnes concernées et communiquée au commissaire du Gouvernement et au Président de l'AMF qui en rend compte au Collège. Si la décision de sanction concerne un prestataire de services d'investissement autre qu'une société de gestion, elle est notifiée au CECEI et à la Commission bancaire.

Toute décision de sanction peut faire l'objet d'un recours, dans un délai de 2 mois à compter de sa notification, devant la cour d'appel de Paris. Pour les professionnels, les recours sont portés devant le Conseil d'Etat.

La Commission peut décider de rendre publique la décision de sanction en la publiant dans les publications qu'elle désigne, notamment Bulletin d'annonces légales obligatoires (BALO), Revue mensuelle et site Internet de l'AMF.



Pédagogie et médiation

L'Autorité des marchés financiers protège les intérêts des investisseurs en assurant un rôle de pédagogue et de médiation auprès des particuliers. Son objectif n'est pas de se prononcer sur l'opportunité d'un placement ni de garantir un produit, mais de permettre aux investisseurs de disposer de tous les éléments nécessaires à une prise de décision éclairée. Ce rôle pédagogique s'accompagne d'un service de médiation en cas de litige.

L'information du public

Pour protéger les intérêts des investisseurs, l'AMF met à la disposition du public sur son site Internet :

- des guides pédagogiques expliquant le fonctionnement des marchés financiers, les différents produits et les règles de base à respecter pour pouvoir gérer au mieux son épargne ;
- une base de données recueillant tous les documents d'information diffusés sous le contrôle de l'AMF⁽¹⁾ ;
- la liste des OPCVM agréés par l'AMF, assortie de leurs prospectus et des valeurs liquidatives⁽²⁾ ;
- l'intégralité des textes de référence dans les domaines d'intervention du régulateur : directives, codes, lois, décrets, textes AMF, COB et CMF.

L'AMF met également à la disposition du public la permanence téléphonique de son centre de documentation et de son service de la médiation. Elle dispose également d'un réseau décentralisé dans les régions via les délégations de la Banque de France.

Par ailleurs, un groupe de travail présidé par Jean-Claude Mothié et Claire Favre, membres du Collège, réunit les représentants de l'ensemble de la place financière dans le but d'établir un programme d'actions de formation des investisseurs applicable dès 2005.

La médiation

Pour venir en aide aux investisseurs non-professionnels, l'AMF met à la disposition des particuliers, des associations et des sociétés non financières, son service de la médiation.

Parallèlement à sa mission d'information et de pédagogie auprès du public, le service de la médiation reçoit les réclamations portant sur les instruments et marchés financiers. Il propose un règlement à l'amiable en cas de litige entre un particulier et un professionnel.

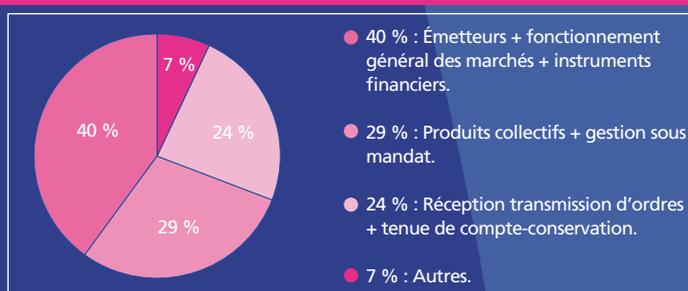
La saisine du service de la médiation en cas de litige est confidentielle. La procédure, encadrée par une charte, ne commence qu'après l'accord des deux parties et aboutit généralement à une proposition de solution négociée de la part du médiateur. Cette proposition ne lie pas les deux parties qui conservent à tout moment le droit de saisir les tribunaux.

Si une enquête de l'AMF est en cours ou si une action judiciaire est engagée, le médiateur ne peut être saisi ni poursuivre la médiation.

Les chiffres clés 2004 de la médiation

1861 dossiers ouverts dont 1426 consultations et 485 médiations.

REPARTITION DES MÉDIATIONS ET DES CONSULTATIONS PAR THÈMES EN 2004



AMF | AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

English | Abonnement | Liens | À propos | Contact | Assistance | vendredi 4 mars 2005

ESPACE DE L'ÉPARGNANT
 Accueil - l'espace de l'épargnant

ACTUALITÉS

08/12/2004
 L'éducation financière des Français - Conférence de presse du 8 décembre 2004

29/11/2004
 Les Entretiens de l'AMF 2004 - Synthèse des débats - Table ronde n° 1 - Comment l'adoption des normes comptables internationales va-t-elle affecter la relation des émetteurs avec le marché ?

29/11/2004
 Les Entretiens de l'AMF 2004 - Synthèse des débats - Table ronde n° 2 - Comment favoriser la démocratie actionnariale ? L'exercice du droit de vote en assemblée générale : quelles sont les attentes des investisseurs ? Quel rôle jouent les intermédiaires ? Quels sont les contrôles du régulateur ?

[Plus d'actualités](#)

INFORMATIONS SUR LES SOCIÉTÉS COTÉES

- Les décisions et informations de l'AMF sur les opérations financières des sociétés cotées
- Informations publiées par les sociétés cotées
- Communiqués des sociétés cotées
- Prospectus, un document de référence, une note d'information...
- Informations sur une offre publique : dépôt, recevabilité, ouverture...
- Relevé des sociétés françaises pour lesquelles des retards de publication ont été constatés.

L'AMF À VOTRE ÉCOUTE

- Qu'est-ce que l'Autorité des marchés financiers ?
- Comment contacter l'Autorité des marchés financiers ?
- Vous avez une réclamation à faire à l'encontre de votre intermédiaire financier ou de la société dont vous êtes actionnaire ?

INFORMATIONS SUR LA GESTION COLLECTIVE

- Vérifiez l'agrément d'un OPCVM (SICAV & FCP)
- Consultez la valeur liquidative d'un OPCVM
- Consultez le prospectus (ou notice d'information) d'un fonds
- Vérifiez l'agrément d'une société de gestion

LE MÉDIATEUR DE L'AMF

- **Vous vous posez des questions** sur l'information fournie par les sociétés cotées dont vous êtes actionnaire ou sur la façon dont vos ordres de bourse ont été exécutés ?
- **Vous souhaitez régler à l'amiable** un différend avec votre intermédiaire financier ou avec la société dont vous êtes actionnaire ?

[Consultez la rubrique du médiateur](#)

ZOOM sur...

- Vous êtes **actionnaire** d'une société cotée
- Vous êtes **porteurs de part d'OPCVM** (SICAV ou FCP)

MISES EN GARDE

- Mises en garde de l'AMF
- Mises en garde des homologues de l'AMF

[Plus...](#)

GUIDES PÉDAGOGIQUES

19/11/2004
 Les clés pour comprendre - l'investisseur en SICAV et en FCP - Mise à jour : novembre 2004

04/10/2004
 Le service de la médiation de l'Autorité des marchés financiers - Mise à jour : octobre 2004

04/10/2004
 S'informer sur les assemblées générales d'actionnaires - Mise à jour : octobre 2004

[Plus...](#)

CONSEILS PRATIQUES

Des conseils pratiques pour investir et suivre vos placements. Vous ne trouverez pas dans cette rubrique des recommandations sur tel ou tel produit ou intermédiaire mais **des conseils de bon sens pour investir et suivre vos placements.**

Plan du site
 ©AMF Autorité des marchés financiers - 17 place de la Bourse 75082 Paris Cedex 02

Les chiffres clés du site Internet en 2004

- 1 361 846 visiteurs soit, en moyenne, 3 720 visiteurs par jour ;
- 29 736 068 pages téléchargées ;
- 11 minutes : durée moyenne d'une visite.

1 Accueil AMF > Décisions & informations financières.

2 Accueil AMF > OPCVM & produits d'épargne.

Le développement de la régulation financière sur les scènes française et internationale

La création de l'Autorité des marchés financiers constitue un évènement majeur pour la place de Paris en donnant une plus grande lisibilité à l'organisation du système français de régulation financière dans un contexte de compétition internationale accrue et de grande sensibilité des épargnants aux dysfonctionnements du marché.

L'AMF contribue aux côtés d'autres acteurs publics et privés, régulateurs pruden- tiels des secteurs de la banque et de l'assurance, Haut Conseil du commissariat aux comptes (H3C), au rétablissement de la confiance dans les marchés et participe à la consolidation de la place française au sein de l'Europe financière intégrée.

Parallèlement, l'AMF joue un rôle actif au niveau européen à travers son implication dans les travaux du CESR mais aussi international, par son action au sein de l'OICV, du Forum de la stabilité financière et de l'IFREFI⁽¹⁾.

L'AMF et la place de Paris

Le souci permanent de dialogue et de concertation est à l'origine de la création, en février 2004, des cinq commissions consultatives et de nombreuses et régulières consultations de place *via* des groupes de travail *ad hoc*. Les travaux de l'AMF bénéficient enfin de la réflexion des membres de son conseil scientifique⁽²⁾.

Les cinq commissions consultatives permanentes ont pour mission d'aider l'AMF 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.

Composées d'experts désignés par le Collège de l'AMF pour une durée de trois ans, ces commissions sont présidées par des membres du Collège à qui il revient d'animer leurs travaux et d'en rapporter les résultats devant le Collège.

Présentation des cinq commissions⁽³⁾

- Organisation et fonctionnement du marché ;
- Activités de compensation, de conservation et de règlement-livraison ;
- Activités de gestion financière ;
- Opérations et information financières des émetteurs ;
- Épargnants et actionnaires minoritaires.

Le conseil scientifique

L'AMF s'est dotée d'un conseil scientifique composé de personnalités reconnues du monde académique et financier. Largement ouvert sur l'international, grâce à la présence de plusieurs chercheurs étrangers de renommée mondiale, le conseil scientifique a une triple vocation : améliorer l'information du régulateur sur les réflexions académiques en cours dans le domaine financier ; identifier les évolutions susceptibles d'impacter les champs d'activité de l'AMF ; initier des travaux de recherche en lien avec les préoccupations du régulateur.

L'élaboration du règlement général

La loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 a chargé l'AMF d'établir un règlement général. Par arrêtés des 12 octobre et 12 novembre 2004⁽⁴⁾, le ministre de l'Économie a homologué la première version complète du règlement général.

La publication du règlement général de l'AMF, un an jour pour jour après l'installation de l'Autorité, est un événement des plus symboliques qui résume la réussite de la fusion de la COB et du CMF. Ce travail considérable n'a pu être mené à bien qu'à raison de la mobilisation de toutes les compétences de la nouvelle Autorité des marchés financiers (Collège, commissions consultatives et services).

Il s'agit d'une étape importante pour le régulateur et pour la place de Paris, largement associée à l'élaboration de ce texte dès les premières étapes, qui ont consisté à prendre des options déterminantes en matière de calendrier, de niveau de codification et de rythme et d'ampleur des consultations.

En avril 2005, l'AMF a apporté une première série de modifications à son règlement général⁽⁵⁾.

L'évaluation du secteur financier français par le Fonds monétaire international

Dans le cadre de son programme d'évaluation du secteur financier (FSAP), le FMI a mené en France une mission d'évaluation des forces et des faiblesses du secteur financier et examiné le respect des standards internationaux applicables à la supervision des banques, assurances et valeurs mobilières. Deux volets de cette mission ont plus directement concerné l'AMF : l'évaluation de la mise en œuvre effective des standards de l'OICV et des standards anti-blanchiment du GAFI⁽⁶⁾.

L'exercice, commencé en octobre 2003, s'est clos le 18 octobre 2004 avec l'adoption des rapports finaux par le conseil d'administration du FMI. Ces rapports sont disponibles dans leur intégralité sur le site du FMI : [www.imf.org>country info>France> Country Report N°04/344 et 04/345](http://www.imf.org/country/info/France/Country%20Report%20N%2004/344%20et%2004/345).

Au cours de cet examen, l'AMF a entretenu en permanence un dialogue très constructif avec les experts du FMI. La réflexion en cours sur la mise au point du règlement général de l'Autorité a ainsi été enrichie de leurs recommandations. Les conclusions générales de la mission saluent la qualité de la réglementation et de la supervision du secteur financier français.

L'AMF : un rôle actif sur la scène internationale

Héritier d'une longue tradition boursière, le régulateur français des marchés financiers a toujours joué un rôle important au sein des instances internationales. Ce rôle prend aujourd'hui toute son ampleur dans un contexte de marchés financiers fortement intégrés.

► Mondial

L'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), créée en 1983, associe les autorités de contrôle des marchés financiers au niveau mondial. L'AMF fait partie du comité technique et du comité exécutif de l'OICV. L'OICV = 174 membres.

Le Forum de la stabilité financière (FSF) réunit les régulateurs financiers, les banques centrales et les ministères des finances des principales places boursières, le FMI⁽⁷⁾, la Banque mondiale ainsi que des organisations internationales de régulateurs et la BCE⁽⁸⁾.

Le FSF = 42 membres.

► Européen

Le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CESR⁽⁹⁾) regroupe les autorités de régulation des marchés financiers de l'espace économique européen (EEE).

Le CESR = 27 pays membres.

► Bilatéral

L'AMF a signé 35 accords de coopération avec d'autres autorités (échanges d'informations, déroulement des enquêtes, coopération technique, etc.) Ces relations bilatérales sont renforcées par la signature de deux conventions multilatérales entre les membres du CESR (27 signataires) et de l'OICV (22 signataires).

► Francophone

L'Institut francophone de la régulation financière (IFREFI), créé en juin 2002, réunit l'ensemble des autorités de régulation financière dont le français est la langue de travail. Il dispose d'une structure souple de dialogue et de coopération.

L'AMF assure son secrétariat.

L'IFREFI = 14 signataires représentant 25 pays.

1 Institut francophone de la régulation financière.

2 Voir chapitre VII.

3 Voir pour la composition chapitre VII.

4 Publiés respectivement au Journal officiel des 29 octobre et 24 novembre 2004.

5 Arrêté d'homologation publié au J.O. du 22 avril 2005.

6 Groupe d'action financière sur le blanchiment des capitaux.

7 Fonds monétaire international.

8 Banque centrale européenne.

9 Committee of European Securities Regulators.

1 L'évolution des marchés financiers en 2004

page 27

2 La régulation et la coopération internationales

page 45

3 Les opérations financières et la qualité de l'information

page 91

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

page 127

5 La surveillance et la discipline des marchés

page 171

6 La Commission des sanctions

page 185

7 L'Autorité des marchés financiers et le public

page 201

1

CHAPITRE

L'évolution des marchés financiers en 2004

- 29 | **1** Les marchés d'actions
- 39 | **2** Les marchés obligataires
- 41 | **3** Les marchés de produits dérivés

1 L'ÉVOLUTION DES MARCHÉS FINANCIERS EN 2004

Après le rebond enregistré en 2003, les marchés boursiers ont connu un mouvement de consolidation en 2004, dont ont surtout bénéficié les petites et moyennes capitalisations ainsi que les valeurs de rendement. Cette année a également été caractérisée par la poursuite de la baisse de la volatilité sur les marchés qui se trouve désormais à des niveaux historiquement bas et par une reprise de l'activité sur le marché des introductions. En revanche, le montant total des augmentations de capital s'est fortement réduit. Dans le même temps, les marchés obligataires ont continué de bénéficier de conditions très favorables avec le maintien de politiques monétaires accommodantes et la poursuite de l'amélioration de la qualité du crédit. Les marchés de dérivés ont, pour leur part, enregistré des progressions très significatives, dans un contexte de concurrence et d'intégration accrues, en dépit des baisses de volatilité.

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

	2000	2001	2002	2003	2004
Émissions					
de titres de capital ⁽¹⁾ (sociétés cotées)	21,5	9,2	15,1	22,8	10,6
de titres de créance	168,0	85,6	91,4	122,7	103,1
- Autres émetteurs ⁽²⁾	120,5	33,1	38,0	55,5	26,5
- État	47,5	52,5	53,4	67,2	76,6
Marché boursier des valeurs françaises					
Capitalisation (en fin d'année)					
des actions	1 541,0	1 319,0	927,8	1 075,0	1 147,0
des obligations et des titres participatifs	779,1	795,1	818,0	809,0	813,8
TOTAL en milliards d'euros	2 320,1	2 114,1	1 745,8	1 884,0	1 960,8
Transactions (sur l'année) ⁽³⁾					
Actions		1 111,0	1 002,4	877,8	993,9
Obligations		7,5	7,0	6,3	7,3
TOTAL en milliards d'euros		1 118,5	1 009,4	884,1	1 001,2
Nombre de sociétés cotées					
Premier marché	453	425	395	368	353
Second marché	354	347	325	312	306
Nouveau marché	158	164	153	137	128
Placements collectifs (SICAV + FCP) ⁽⁴⁾					
Actifs gérés au 31 décembre ⁽⁵⁾	766,0	800,2	803,0	909,4	1 006,5
Nombre de SICAV et FCP au 31 décembre	7 144	7 603	7 791	7 906	7 908

Source : AMF

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

nota bene : dans les rapports annuels précédents, seules les émissions en numéraire par APE étaient comptabilisées.

² Sont comptabilisées les émissions françaises et internationales de titres de créance (obligations + titres complexes, voir annexe I).

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 L'ÉVOLUTION DES MARCHÉS FINANCIERS EN 2004

1 Les marchés d'actions

A Un contexte conjoncturel favorable, malgré une croissance limitée

Stimulée par une forte croissance des échanges mondiaux et entraînée par les États-Unis où le produit intérieur brut a crû de plus de 4 % en termes réels, mais aussi par le Japon, la croissance économique mondiale s'est accélérée en 2004. La zone euro, pour sa part, a enregistré en 2004 un premier regain d'activité économique dont l'ampleur – voisine de 2 % – est toutefois restée relativement modeste.

Cette reprise a en effet été freinée par la poursuite de la hausse du prix du pétrole et par une forte dépréciation du dollar (voir graphiques 1 et 2). Ceci s'est traduit par une détérioration de la confiance des ménages et du climat des affaires, pesant sur les emplois et les investissements, de sorte que la croissance s'est infléchie au second semestre.

Alors que la reprise de la zone euro traduit largement une hausse de la contribution du commerce extérieur à l'activité économique, la France constitue à cet égard un cas particulier. La demande intérieure y est en effet apparue comme le principal moteur de la croissance. Les ménages français ont en effet

affiché un regain de confiance en 2004, année au cours de laquelle ils ont significativement accru leur consommation – notamment au premier semestre – et accéléré le rythme de leur investissement logement (voir graphique 3). Ils sont cependant restés prudents en matière de placements financiers. Au cours des trois premiers trimestres de l'année, ils ont accru leurs dépôts bancaires et se sont en partie détournés des investissements de marché – en particulier des investissements en actions cotées, directs ou intermédiés par les OPCVM. En revanche, leur investissement en produits d'assurance-vie est demeuré très important (voir tableau 2).

De leur côté, les entreprises françaises ont adopté une attitude attentiste : elles ont limité leurs investissements, plus qu'il n'est usuel à ce stade du cycle économique. Les informations disponibles indiquent notamment qu'au premier semestre, elles ont réduit leur endettement et significativement augmenté leur taux de marge. Les entreprises non financières n'ont donc pas fait pleinement usage de conditions de financement favorables qui leur étaient offertes tant sur les marchés d'actions et obligataires, que sur ceux du crédit intermédié.

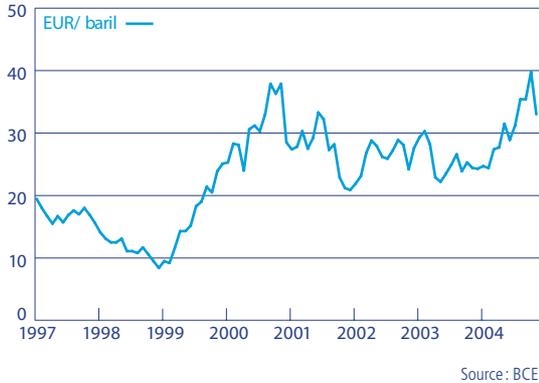
TABLEAU 2

Flux nets de placements des ménages français (millions d'euros)

	MONNAIE ET DÉPÔTS	TITRES DE CRÉANCE ET OBLIGATIONS	ACTIONS COTÉES	TITRES D'OPCVM	PROVISIONS TECHNIQUES D'ASSURANCE-VIE
2000	3 657	62	- 13 734	13 372	68 073
2001	20 697	9 083	- 15 202	17 852	59 140
2002	32 566	- 4 618	4 468	5 008	54 575
2003	33 666	- 7 336	- 1 032	190	58 410
2003 T1-T3	20 299	- 5 627	186	1 012	43 640
2004 T1-T3	26 603	- 1 608	- 1 180	- 5 835	43 460

Source : Banque de France

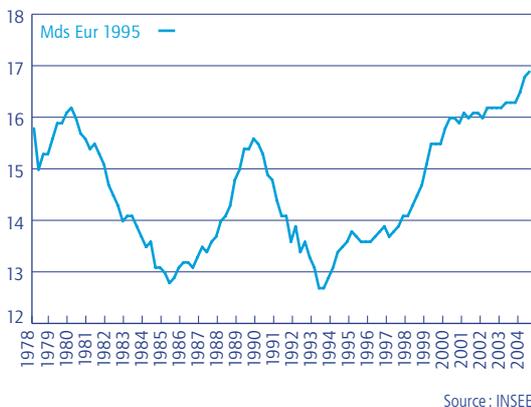
Graphique 1
Pétrole: Cours du Brent (EUR/baril)



Graphique 2
Cours du dollar et du yen face à l'euro



Graphique 3
Investissement immobilier des ménages français (en volume, hors entreprises individuelles)

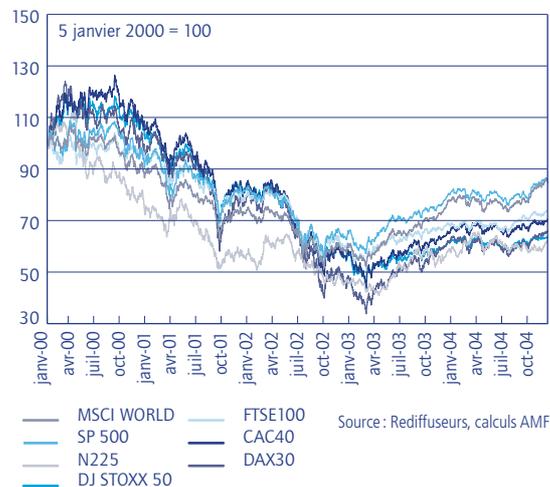


B Une nouvelle année de hausse pour les indices boursiers, après le rebond enregistré en 2003

1 Après un temps d'hésitation, des performances globales positives

En 2004, des fondamentaux économiques porteurs ainsi qu'un accroissement significatif de la rentabilité des sociétés cotées et des profits distribués ont pu être observés, ces derniers se situant en moyenne en Europe, fin 2004, à des niveaux proches des rendements obligataires à 5 ans. En dépit de ces conditions favorables, les événements géopolitiques (terrorisme, situation irakienne), les hausses du prix du pétrole et l'anticipation du resserrement de la politique monétaire américaine ont maintenu les indices boursiers jusqu'à la mi-août 2004 dans l'indécision, des vagues de hausses et de replis se succédant à trois reprises (voir graphique 4). Une tendance haussière s'est cependant dégagée au cours du second semestre, prolongeant la reprise de 2003 à un rythme plus modéré.

Graphique 4
Performance des principaux indices boursiers mondiaux



1 L'ÉVOLUTION DES MARCHÉS FINANCIERS EN 2004

2 Les principaux déterminants de la performance: la taille et le rendement

Les performances des indices pays ont affiché une dispersion géographique relativement faible en 2004. On note cependant (tableau 3 et graphique 5) une sur-performance attendue, compte tenu de l'évolution des changes, des indices en dollar par rapport aux

indices en euro, ainsi qu'une sur-performance assez générale des pays émergents, à l'exception de certains pays d'Asie (notamment la Chine, la Corée du Sud et la Malaisie). Enfin, en Europe, les indices italien et espagnol, et, plus encore, les indices des pays des nouveaux entrants (en particulier polonais, tchèque et hongrois), ont enregistré des taux de croissance particulièrement élevés.

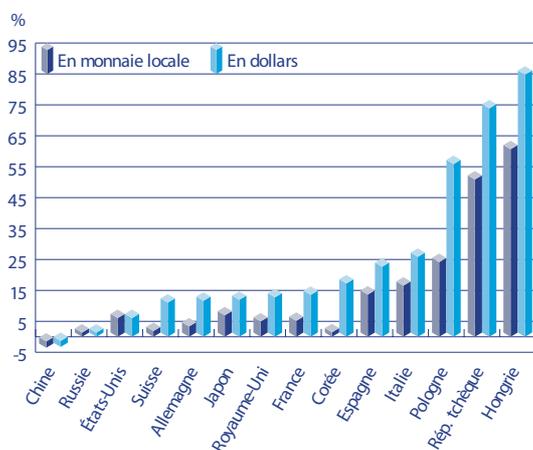
TABLEAU 3

Indices MSCI World – Principales zones géographiques (en %)

ZONES GÉOGRAPHIQUES	EN MONNAIE LOCALE			EN DOLLARS		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004
Indice Monde	- 25,2	22,8	9,5	- 21,1	30,8	12,8
Pays développés (G7)	- 24,7	23,8	8,9	- 21,6	29,9	11,5
Amérique du Nord	- 23,6	26,7	8,9	- 23,6	27,8	9,4
Europe	- 30,9	16,5	9,4	- 20,1	34,8	17,8
Zone euro	- 35,0	16,4 *	10,1	- 23,3	39,9*	18,7
Pacifique	- 18,3	19,7	12,3	- 10,4	36,3	17,2
Marchés Émergents	- 9,1	42,3	13,2	- 8,0	51,6	22,4
Asie	- 10,3	44,9	5,1	- 6,2	47,1	12,2
Amérique latine	- 0,7	54,7	27,6	- 24,8	67,1	34,8
Europe de l'Est	9,3	52,5	21,5	14,6	56,7	32,1

Source: MSCI
 * Les différences par rapport au rapport annuel 2003 sont liées au périmètre des valeurs prises en compte cette année recouvrant une zone géographique plus large et plus cohérente.

Graphique 5 Indices MSCI World – Sélection d'indices pays



Source: MSCI

Faiblement dispersées par rapport aux années précédentes, les composantes sectorielles des indices révèlent en 2004 une sur-performance des secteurs de l'énergie, des matériaux de base, de la finance et des télécoms (voir tableau 4). Parmi les principaux facteurs de cette sur-performance, on identifie notamment la hausse des cours du pétrole, les niveaux élevés des profits distribués. Deux secteurs ont, pour leur part, affiché des performances particulièrement faibles: le secteur technologique – semi-conducteurs, équipements informatiques et logiciels – et la pharmacie.

TABLEAU 4

Indices MSCI World au 31 décembre 2004 (en dollars ; %)

	CAPITALISATION	PERFORMANCE		RENDEMENT NET PAR ACTION
		2003	2004	
MSCI World Index	100,0	30,6	12,8	2,1
Energy	7,9	22,6	25,6	1,7
Utilities	4,0	23,8	24,9	1,4
Industrials	10,4	35,7	17,5	2,9
Materials	5,3	41,6	15,8	3,8
Telecom services	5,0	22,6	15,1	2,2
Financials	24,5	35,2	14,9	3,2
Consumer discretionary	12,3	35,5	13,5	1,8
Consumer staples	8,6	14,5	10,1	0,6
Healthcare	10,3	17,9	4,9	2,1
Information technology	11,6	47,4	0,8	2,5
World Index Value	50,3	35,1	16,1	1,4
World Index Growth	49,7	26,4	9,5	2,7
World Index Small Cap	5,9	55,2	22,6	2,0

Source : JCF

En 2004, la performance des actions des sociétés cotées a été fortement – et inversement – liée à leur taille. Les performances des petites et moyennes capitalisations ont, en effet, été meilleures que celles des indices larges, elles-mêmes plus élevées que celles des indices de grosses capitalisations (*Blue Chips*). Ainsi, l'indice MSCI *Small Caps* en dollars a, par exemple, enregistré une hausse de 22,6 % contre 12,8 % pour le MSCI *World* (voir tableau 3). Un indice étroit comme le Dow Jones Titans 50 n'enregistrait pour sa part que + 5,5 %. En France, en 2004, les performances des indices du Second marché, de l'indice SBF 250 et du CAC 40 ont respectivement été de + 23,6 %, + 9,2 % et + 7,5 %.

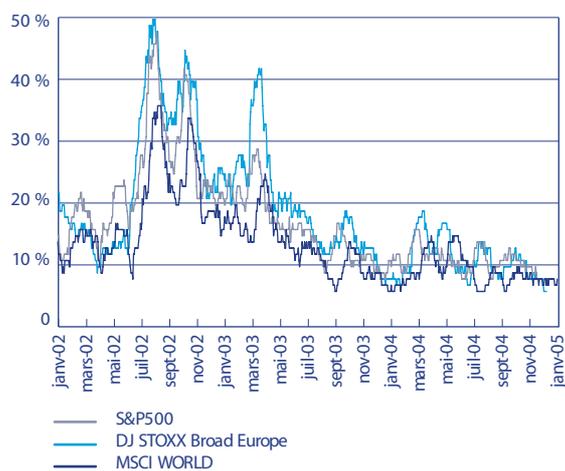
Enfin, la distinction entre valeurs de croissance et valeurs de rendement s'est également avérée significative, les valeurs de rendement enregistrant en 2004 des hausses de cours supérieures à celles des valeurs de croissance. Ainsi, les indices MSCI *World Value* et MSCI *World Growth* ont-ils respectivement crû de 16,1 % et 9,5 %. Cet écart de performance traduit notamment la hausse des profits au niveau mondial – de 27,4 % en 2004 après 35,6 % en 2003 – et l'aversion au risque d'investisseurs qui ont montré une préférence pour les rendements distribués sous forme de dividendes.

1 L'ÉVOLUTION DES MARCHÉS FINANCIERS EN 2004

3 Le marché français en ligne avec les marchés internationaux

Les performances du marché français ont largement reflété celles observées à l'international, dans un contexte de reprise des opérations financières et de croissance des dividendes – distribution de plus de 16 milliards d'euros par les sociétés du CAC 40. Au total, le retour du marché à des niveaux de valorisation relativement bas et la baisse de la volatilité (voir graphique 6) vers ses niveaux les plus faibles de la décennie ont significativement contribué à réduire le risque porté par l'investisseur en actions.

Graphique 6
Indices boursiers : volatilité historique (20 jours)



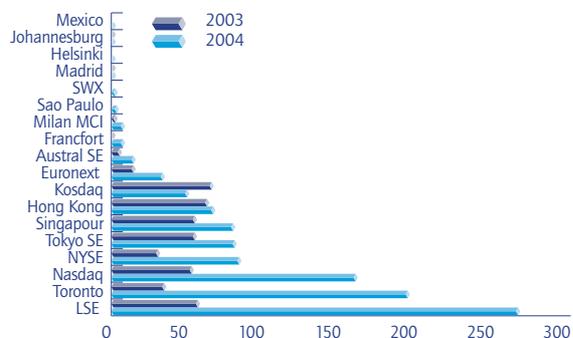
Source : AMF

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

1 Malgré un rebond notable des introductions, la baisse du nombre d'entreprises cotées s'est poursuivie sur la plupart des places

L'activité sur le marché des introductions s'est raffermie en 2004 sur la plupart des places financières, notamment dans les pays anglo-saxons (graphique 7).

Graphique 7
Nombre d'introductions sur les principales places boursières en 2003 et 2004



Source : Fininfo

Atome en 2003, le marché des introductions à Paris a rebondi dès le premier semestre 2004. Hors fonds indiciels cotés (*Exchange Traded Funds – ETF*), leur nombre s'est élevé à 18 sur les marchés réglementés contre 3 l'année précédente, pour un montant de capitaux levés de 5,4 milliards d'euros. Les deux tiers de ce montant sont toutefois concentrés sur trois opérations, les introductions de PagesJaunes, des Autoroutes Paris-Rhin-Rhône et de la Snecma (tableau 5). Si ce rebond a été perceptible sur les Premier et Second marchés, en revanche, aucune introduction n'a été enregistrée sur le Nouveau marché et ce, pour la deuxième année consécutive. Le nombre d'inscriptions sur le Marché libre est également apparu en hausse (19 contre 14 en 2003). Sur le segment des ETF, le ralentissement des introductions observé en 2003 s'est confirmé en 2004, leur nombre s'établissant à 4 contre 6 l'année précédente et 11 en 2002.

TABLEAU 5
Nombre d'introductions sur les marchés réglementés et inscriptions sur le Marché libre d'Euronext Paris (hors ETFs et hors transferts de sociétés)

	2001	2002	2003	2004
Premier marché	11	2	3	12
Second marché	9	7	0	6
Nouveau marché	9	2	0	0
TOTAL marchés réglementés	29	11	3	18
Marché libre	36	23	14	19
TOTAL	65	34	17	37

Source : Euronext Paris

Du fait de ce rebond, et malgré les radiations enregistrées en 2004, le mouvement de baisse du nombre d'entreprises cotées s'est ralenti sur la plupart des places financières, voire s'est interrompu, comme à Londres (tableau 6) ⁽¹⁾.

TABLEAU 6
Nombre de sociétés cotées sur les principales places boursières (données fin d'années)

	2003	2004		VARIATION 2004/2003
	TOTAL	TOTAL	DOMESTIQUES ÉTRANGÈRES	
Nasdaq	3 294	3 229	2 889 340	- 2,0 %
NYSE	2 308	2 293	1 834 459	- 0,6 %
Deutsche Börse	866	819	660 159	- 5,4 %
Euronext	1 392	1 333	999 334	- 4,2 %
Borsa Italiana	279	278	269 9	- 0,4 %
Londres	2 692	2 837	2 486 351	5,4 %
Tokyo	2 206	2 306	2 276 30	4,5 %

Source : World Federation of Exchanges

En France, la baisse du nombre d'entreprises cotées s'est poursuivie en 2004, mais à un rythme plus modéré que les années précédentes : la cote comptait ainsi 787 sociétés inscrites sur les marchés réglementés fin 2004, contre 817 fin 2003, soit une baisse de 3,7 % (tableau 7).

TABLEAU 7
Nombre de sociétés cotées sur Euronext Paris (données fin d'année)

	2001	2002	2003	2004
Premier marché	425	395	368	353
Second marché	347	325	312	306
Nouveau marché	164	153	137	128
TOTAL marchés réglementés	936	873	817	787
Marché libre	239	258	254	246
TOTAL	1 175	1 131	1 071	1 033

Source : Euronext Paris/AMF

¹ Comme en 2003, la plupart des radiations enregistrées en France en 2004 (76) ont résulté d'OPRO et, dans une moindre mesure, de liquidations. Voir annexe I.

1 L'ÉVOLUTION DES MARCHÉS FINANCIERS EN 2004

2 Les capitalisations boursières ont continué de progresser

La stabilisation du nombre d'entreprises cotées, conjuguée à la bonne tenue des marchés boursiers, s'est traduite par la poursuite de l'augmentation de la capitalisation boursière sur les principaux marchés (tableau 8).

TABLEAU 8

Classement mondial des capitalisations d'actions domestiques à fin 2004

RANG	BOURSE	CAPITALISATION (MILLIARDS DE DOLLARS)	VARIATION 2004/2003
1	NYSE	12 707,6	12,2 %
2	Tokyo	3 557,7	20,5 %
3	Nasdaq	3 532,9	24,2 %
4	London Stock Exchange	2 815,9	16,1 %
5	Euronext	2 441,3	17,6 %
	- dont Euronext Paris	1 559,1	15,0 %
6	Osaka	2 287,1	17,2 %
7	Deutsche Börse	1 194,5	10,7 %
8	Toronto Stock Exchange (TSX Group)	1 177,5	29,4 %
9	Bolsas y Mercados Españoles	940,7	29,5 %
10	Hong Kong Stock Exchange	861,5	20,6 %

Source : World Federation of Exchanges

3 Des montants d'émissions de titres de capital sur Euronext Paris en net recul

À Paris, le montant des émissions de titres de capital sur les marchés réglementés s'est élevé à 10,6 milliards d'euros en 2004, soit un recul de 54 % par rapport à l'année précédente (tableau 9). Le début de l'année 2003 avait été marqué par l'augmentation de capital de France Télécom *via* une attribution gratuite de BSA à l'ensemble des actionnaires, qui avait représenté à elle

seule 68 % du montant global émis en 2003, ce qui explique l'effondrement des émissions résultant de l'exercice de bons de souscription d'actions BSA observé en 2004.

Au final, l'apport de fonds propres net n'est apparu que légèrement positif en 2004, le montant des rachats d'actions s'étant élevé à environ 10 milliards d'euros en première estimation, contre 10,5 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)

	2001 CUMUL	2002 CUMUL	2003 CUMUL	2004		
				CUMUL	VARIATION 2004/2003	STRUCTURE
MARCHÉS RÉGLEMENTÉS	9 035,9	15 032,2	22 840,7	10 591,3	- 53,63 %	100,00 %
De numéraire avec APE	2 938,7	3 204,5	4 154,9	3 928,4	- 5,45 %	37,09 %
Réservées aux salariés	2 416,7	3 833,8	1 735,0	736,3	- 57,56 %	6,95 %
Autres réservées	75,0	4 134,8	49,0	2 850,4	-	26,91 %
Paiement du dividende en actions	316,0	972,7	339,7*	520,0	53,09 %	4,91 %
Exercice de bons de souscription	1 979,9	1 965,4	15 631,8	1 274,6	- 91,85 %	12,03 %
Levées d'options	1 309,6	921,1	930,4	1 281,6	37,76 %	12,10 %

Source : Euronext Paris/AMF

* Chiffre rectifié.

4 L'évolution des volumes de transactions

L'activité sur les marchés secondaires s'est raffermie sur la plupart des places en 2004, notamment au Japon et au Royaume-Uni et, dans une moindre mesure, en Europe et aux États-Unis (tableau 10).

TABLEAU 10

Volumes de transactions* en 2004 (milliards d'euros)

	2003		2004		VARIATION 2004/2003 (%)	
	CARNET D'ORDRES	TOTAL	CARNET D'ORDRES	TOTAL	CARNET D'ORDRES	TOTAL
NYSE	-	8 503	-	9 317	-	9,6
Nasdaq	-	6 183	-	7 022	-	13,6
Tokyo Stock Exchange	1 857	1 857	2 591	2 591	39,5	39,5
London Stock Exchange	1 035	3 176	1 288	4 149	24,5	30,7
Deutsche Börse	833	1 143	903	1 238	8,4	8,3
Euronext	1 366	1 672	1 544	1 986	13,0	18,8
Swiss Exchange**	397	535	443	635	11,5	18,7
Borsa Italiana	679	722	738	778	8,6	7,8
Bolsas y Mercados Españoles	494	821	640	966	29,4	17,8

Source : World Federation of Exchanges

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

** SWX et Virt-X.

1 L'ÉVOLUTION DES MARCHÉS FINANCIERS EN 2004

À Paris, les transactions sur actions empruntant le système central NSC ont rebondi de 13,2 %, passant de 878 milliards d'euros en 2003 à 994 milliards d'euros en 2004, soit une moyenne quotidienne de capitaux échangés de 3,8 milliards d'euros (tableau 11). En revanche, les montants échangés sur les OPCVM

indiciels cotés (ETF) ont connu un nouveau recul en 2004 de plus de 30 % à 17 milliards d'euros. De même, les transactions sur le marché des bons d'options (*warrants*) se sont infléchies de 10,5 % pour un montant de capitaux échangés de 3,2 milliards d'euros.

TABLEAU 11

Montants échangés sur actions, OPCVM indiciels cotés (ETF) et bons d'option (*warrants*) en 2003 et 2004 sur Euronext Paris (milliards d'euros)

	2003	2004	VARIATION 2004/2003
Actions	877,8	993,9	+ 13,2 %
ETF	17,3	12,0	- 30,9 %
Bons d'option	3,6	3,2	- 10,5 %

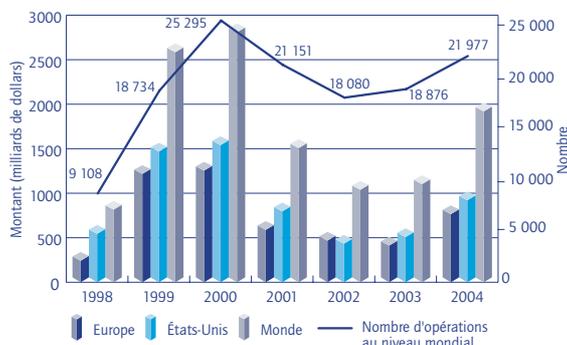
Source : Euronext Paris

5 Le rebond des opérations de fusions et acquisitions

Le marché des fusions et acquisitions a connu un net rebond en 2004, avec un montant cumulé de l'ordre de 2 000 milliards de dollars au niveau mondial, contre à peine 1 200 milliards de dollars en 2003 (graphique 8). Ce mouvement, qui touche l'ensemble des zones géographiques de manière relativement similaire, reflète surtout le retour d'opérations de très grande taille, le nombre d'opérations ayant progressé plus modérément que les montants (+ 10 %). L'activité sur le marché des fusions et acquisitions retrouve ainsi un plus haut, en termes de nombres comme de montants, depuis 2000.

Graphique 8

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

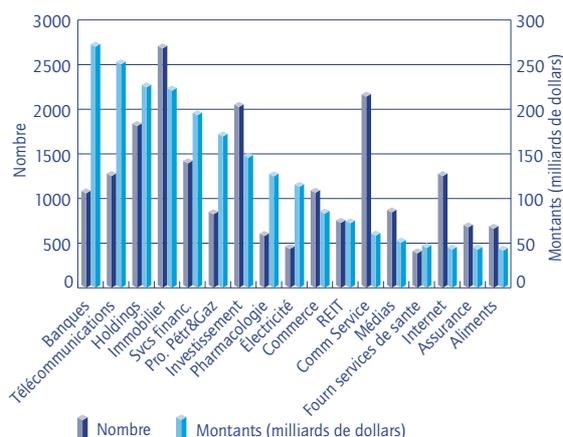


Source : Bloomberg

Sur le plan sectoriel et comme en 2003, les montants les plus importants concernent les secteurs des banques et des télécommunications, avec plus de 200 milliards de dollars chacun (graphique 9). Dans ces deux secteurs, la taille des opérations est par ailleurs apparue élevée, compte tenu du nombre relativement faible d'opérations enregistrées.

Graphique 9

Nombre et montant des fusions et acquisitions au niveau mondial selon les secteurs en 2004



Source : Bloomberg

Au premier rang des opérations réalisées en 2004, figure le rachat d'Aventis par Sanofi-Synthélabo, comptabilisé par Bloomberg à 72,7 milliards de dollars, suivie par l'acquisition de Bank One par JPMorgan Chase pour un montant de 55,1 milliards de dollars et du rachat de Fleetboston Financial par Bank of America

pour 48,1 milliards de dollars (tableau 12). Si l'on prend en compte les opérations annoncées en 2004 et non achevées, l'opération Sanofi-Aventis n'arrive toutefois qu'en deuxième position, derrière l'opération Shell-Royal Dutch dont le montant s'élève à 80 milliards de dollars.

TABLEAU 12

Les dix opérations réalisées en 2004 les plus importantes au niveau mondial

DATE ANNONCE	DATE FIN	CIBLE	ACQUÉREUR	MONTANT (MILLIARDS DE DOLLARS)
janv. 04	sept. 04	AVENTIS SA	SANOFI – SYNTHELABO	72,7
janv. 04	juil. 04	BANK ONE CORP	JPMORGAN CHASE & CO	55,1
oct. 03	avr. 04	FLEETBOSTON FINANCIAL CORP	BANK OF AMERICA CORP	48,1
fév. 04	oct. 04	AT & T WIRELESS SERVICES	CINGULAR WIRELESS LLC	46,7
nov. 03	avr. 04	TRAVELERS PROPERTY CASUALT-A	ST PAUL TRAVELERS COS INC/TH	16,2
oct. 04	déc. 04	LNM HOLDINGS NV	MITTAL STEEL CO NV	15,8
juil. 04	nov. 04	ABBEY NATIONAL PLC	BANCO SANTANDER CENTRAL HISP	15,2
oct. 03	déc. 04	WELLPOINT HEALTH NETWORKS	WELLPOINT INC	14,7
juin 04	nov. 04	SOUTHTRUST CORP	WACHOVIA CORP	14,1
oct. 03	avr. 04	AMERSHAM PLC	GENERAL ELECTRIC CO	11,6

Source: Bloomberg

Le rebond du marché des fusions et acquisitions observé au plan mondial en 2004 a également été perceptible en France. En effet, les offres publiques ont vu leur nombre légèrement progresser (72 opérations contre 69 en 2003) mais, surtout, leur montant a connu une

augmentation significative de 20 % à 12,5 milliards d'euros⁽¹⁾. Cette évolution reflète avant tout le retour d'opérations de grande taille, avec notamment, outre le rachat d'Aventis par Sanofi-Synthélabo, l'offre de France Télécom sur Wanadoo ou encore d'Alcan sur Péchiney.

¹ Sont comptabilisées les opérations dont les résultats ont été publiés en 2004. En outre, la méthodologie traditionnelle, retenue dans les statistiques de l'AMF, ne valorise pas les offres publiques par échange de

titres, alors que les diffuseurs d'informations les valorisent au premier cours coté pour permettre des comparaisons internationales.

1 L'ÉVOLUTION DES MARCHÉS FINANCIERS EN 2004

2 Les marchés obligataires

A Le maintien des rendements des emprunts souverains à des niveaux historiquement faibles

Les marchés obligataires ont continué de jouer le rôle de valeur refuge, dans un contexte boursier incertain. Les rendements des emprunts d'État terminent l'année 2004 quasiment inchangés, autour de 4 % pour le T-Bond 10 ans (graphique 10). Cette relative stabilité a été favorisée par le maintien des politiques monétaires. Certes, la Réserve fédérale américaine a augmenté ses taux directeurs de 125 points de base au cours de l'année, mais de manière non brutale. Par ailleurs, ceux-ci demeurent à des niveaux historiquement bas, notamment si on les compare au rythme de croissance qu'a connu l'économie américaine en 2004. De son côté, la BCE a maintenu un *statu quo* durant toute l'année 2004.

Graphique 10
 Poursuite de la baisse des rendements des emprunts d'État



Sources nationales

B La poursuite de l'amélioration sur le marché du crédit

En conséquence et compte tenu des évolutions en demi-teinte sur les marchés d'actions, les marchés du crédit ont continué de bénéficier de conditions extrêmement favorables, avec, en particulier, la poursuite du mouvement de resserrement des *spreads* de crédit, observé depuis la mi-2002 (graphique 11).

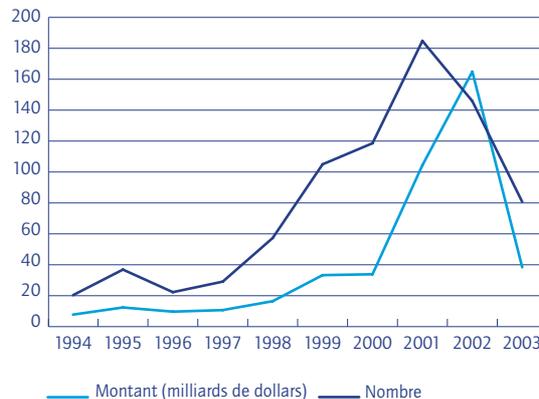
Graphique 11
 Spreads BBB contre taux swap 10 ans



Source : Lehman Brother/CDC-IXIS

Ce mouvement s'explique, pour l'essentiel, par l'amélioration de la qualité du crédit. Selon Moody's, le taux de défaillance a ainsi reculé pour la troisième année consécutive à 0,7 % en 2004, contre 1,7 % en 2003. Le nombre de défaillances recensées au niveau mondial s'est élevé à 34 pour un montant de 16,6 milliards de dollars en 2004, contre 77 défaillances et un volume de 33,5 milliards de dollars l'année précédente (graphique 12). Ces défaillances sont concentrées aux États-Unis. Elles concernent en premier lieu le secteur des télécommunications et les émetteurs ayant les notations les plus faibles. Pour autant, le taux de défaut des émetteurs classés dans la catégorie spéculative (notes inférieures à BBB ou Baa3) a également fortement reculé, à 2,2 % contre plus de 5 % en 2003.

Graphique 12
 Évolution des défaillances au niveau mondial



Source : Moody's

En outre, et ce, pour la première fois depuis 1997, le nombre de relèvements de notation a excédé les abaissements de note (graphique 13).

Graphique 13

Abaissements et relèvements de notations dans le monde



Source : Moody's

1 Un repli notable des émissions obligataires

En France, les entreprises non financières ont réduit de manière significative leurs émissions en 2004. Ces dernières ont en effet chuté de 52 % en valeur par rapport en 2003 pour s'élever à 26,5 milliards d'euros (tableau 13). La baisse touche plus particulièrement les obligations et titres pouvant donner accès au capital et, dans une moindre mesure, les obligations traditionnelles, pour lesquelles le nombre d'opérations est en revanche resté stable.

TABLEAU 13

Émissions de titres de créance par type de titres (en millions d'euros)

	2003		2004		VARIATION 2004/2003
	MONTANT	NOMBRE D'OPÉRATIONS	MONTANT	NOMBRE D'OPÉRATIONS	
Emprunts obligataires	18 074,6	45*	9 152,6	45	- 49,4 %
Obligations ou titres subordonnés pouvant donner accès au capital	13 921,1	27	2 677,7	18	- 80,8 %
OCA	9,1	3	40,1	4	341,5 %
OCEANE	5 062,3	11	1 968,5	6	- 61,1 %
ORA	65,6	4	90,0	2	37,2 %
ORAN	1 405,6	1	278,6	1	- 80,2 %
OBSAREM	103,1	4	140,6	4	36,4 %
OSRA	901,3	1	160,0	1	- 82,2 %
TDIRA	6 072,9	1	0,0	0	- 100,0 %
Titres subordonnés	4 600,8	19	2 664,1	14	- 42,1 %
Obligations foncières	16 078,4	24	11 442,2	25	- 28,8 %
Obligations et titres à prix de remboursement indexé	2 856,6	30	571,6	8	- 80,0 %
dont sur un taux (d'inflation ou d'intérêt)	0,0	0	564,6	6	-
dont sur un indice	0,0	0	7,0	2	-
TOTAL	55 531,4	145	26 508,1	110	- 52,3 %

* Chiffres rectifiés en 2004.

Source : AMF-Banque de France

1 L'ÉVOLUTION DES MARCHÉS FINANCIERS EN 2004

2 Un rebond des montants échangés sur le marché central mais stagnation sur les marchés de gré à gré

Les montants échangés pour les transactions passant par le système central NSC ont progressé de 16 % en 2004, à 7,3 milliards d'euros (dont 6,2 pour les obligations privées) contre 6,3 milliards d'euros l'année précédente.

En revanche, sur les marchés de gré à gré, les montants échangés sur les titres de créance d'émetteurs privés ont légèrement reculé en 2004 (- 3,2 %) à 161 milliards d'euros contre 166 milliards d'euros en 2003⁽¹⁾.

3 Les marchés de produits dérivés

A L'évolution globale des marchés

Après avoir crû à un rythme de 17 % en 2002 et 2003, le nombre total de contrats traités sur les marchés à terme réglementés⁽²⁾ a augmenté de près de 20 % en 2004. Mesurée, toujours, par nombre de contrats traités, la part de l'activité des cinq plus grands marchés mondiaux - CBOE, CBOT et CME aux États-Unis, Eurex et Euronext Liffe en Europe, a légèrement décliné pour atteindre 76,3 %.

Les marchés à terme ont été, en 2004, soumis à de fortes pressions concurrentielles. Parmi les manifestations de cette concurrence, on note la stratégie offensive d'Eurex, qui a lancé, en février, à Chicago, une plate-forme Eurex US proposant aux investisseurs des dérivés d'obligations d'État américaines. En Europe, Eurex a développé son segment de négociation d'options sur actions étrangères. À ce stade, ces innovations ont, à l'exception peut-être des options sur actions hollandaises (mesurée par le nombre de contrats traités, la part de marché d'Eurex sur ce type de produits a crû de 2,4 % en 2003 à 12,2 % en 2004), eu peu d'impact significatif sur les parts de marché des bourses. Le marché allemand a, en revanche, consolidé sa position dominante sur les dérivés d'indices boursiers européens en renforçant sa position de *leader* sur le marché des dérivés d'indices Dow Jones Euro-STOXX 50 (voir tableau 14).

Les marchés ont, par ailleurs, continué de rationaliser leurs activités. Des exemples en sont fournis par l'intégration, en Europe, des plates-formes boursières internationales: la bourse balte OM, a ainsi adopté en juin 2004 un système de négociation commun

- CLICK XTTM - pour les marchés à terme finlandais et suédois. Euronext Liffe, pour sa part, a poursuivi l'intégration de ses marchés en étendant, le 29 novembre 2004, à Amsterdam l'utilisation de son système Liffe Connect.

Enfin, les économies d'échelle ont été renforcées par un accroissement de la spécialisation des marchés. La segmentation de l'offre a en effet eu tendance à s'accroître au cours de 2004, les produits phares ayant en général plus bénéficié de la croissance globale que les autres.

B Un renforcement de la segmentation de l'offre par type de produits

En ce qui concerne les marchés de dérivés d'indices boursiers, les marchés américains les plus actifs en 2004 ont été le CME et, pour les options, le CBOE. En Europe, Eurex a désormais acquis une position de *leader* sur ce segment, notamment parce qu'il a su attirer l'essentiel des transactions sur dérivés d'indices européens (voir tableau 14). De fait, les volumes de transaction observés pour les contrats à terme ferme sur CAC 40 et FT 100 d'Euronext Liffe ont stagné (+ 2,6 % pour le second) voire significativement décliné (- 17,9 % pour le premier) alors que ceux des contrats Dow Jones Euro-STOXX 50 et DAX d'Eurex croissaient de respectivement 4,8 % et 7,5 %. Les volumes traités sur le contrat FTSE Eurofirst 80, lancé en 2003 sur Euronext Liffe, ne sont pas parvenus, à ce stade, à contrebalancer cette tendance. De façon similaire, le nombre d'options sur le CAC 40 a baissé significativement, ce contrat étant, pour la première fois en 2004, moins traité que le contrat Dow Jones Euro-STOXX 50 d'Eurex.

¹ Ces statistiques sont issues de données Euroclear et sont donc calculées sur des flux qui peuvent parfois être compensés. Par ailleurs, elles ne comprennent pas les transactions

pour lesquelles les titres sont déposés chez Clearstream.

² Sont pris en compte: Amex, CBOE, CBOT, CME, Eurex, IDEMIMIF, ISE, Liffe, MEFF, RFIRV, Nybot, OM, Osaka SE, HKFE, SFE, BM & F, Safex, Tase, SGX-DT. Ces statistiques incluent donc les marchés de matières

premières mais excluent les données du marché coréen KOFEX/KSE car la petite taille des contrats qui y sont traités biaise fortement les comparaisons internationales.

Le marché des options sur actions, pour sa part, est en Europe largement dominé par le Euronext Liffe et, aux États-Unis, par le CBOE (voir tableau 15). Les taux de croissance les plus élevés ont été enregistrés par les options sur actions françaises d'Euronext Liffe (+ 32,3 %) et par le CBOE (+ 31,3 %). Ces marchés ont donc consolidé leur position dominante, les contrats les plus traités des autres marchés – ou segments de marché domestiques d'Euronext ayant enregistré des taux de croissance des volumes de transactions plus faibles. En dépit de ses gains de parts de marché sur les options sur actions néerlandaises, Eurex, déjà en retrait par rapport au seul segment des options sur actions françaises d'Euronext Liffe, a enregistré en 2004 une moindre croissance (de + 12,4 %) des volumes traités.

En Europe comme aux États-Unis, le marché des dérivés de produits de taux continue de se répartir entre deux acteurs principaux spécialisés l'un sur les maturités longues – le CBOT aux États-Unis, Eurex en Europe – l'autre sur des échéances courtes – le CME aux États-Unis, Euronext Liffe en Europe. De façon générale, en 2004, les taux de croissance des volumes de transactions enregistrés aux États-Unis ont été significativement supérieurs à ceux enregistrés en Europe (voir tableau 15). Se confirme ainsi, avec 42,5 % de croissance annuelle des contrats *futures* euro-dollar traités, le rôle mondialement prédominant du CME sur ce segment de marché. Avec 14,6 % de croissance des volumes de transactions sur contrats Euribor 3 mois, Euronext Liffe enregistre une croissance moindre, mais significative compte tenu de l'évolution des niveaux d'activité généralement observée sur les marchés européens.

Sur le segment des taux longs, l'écart entre le *leader* mondial, Eurex, et son homologue américain, le CBOT, s'est significativement réduit en 2004, les volumes de transactions sur contrats *futures* sur Bund 10 ans

ayant en effet décliné de 1,9 %, alors que les volumes enregistrés pour le contrat *10-year Treasury Notes* du CBOT croissaient de + 33,6 %. Une évolution analogue était observée sur la seconde échéance la plus traitée, le contrat sur obligations d'État à 5 ans. On note enfin que, bien qu'il concerne des volumes nettement moindres, le nombre de contrats long Gilt traités sur Euronext Liffe a crû de 38,4 % en glissement annuel.

Moins traitées que les *futures*, les options de taux ont connu des fortunes diverses en 2004. Une croissance forte à partir d'un niveau peu élevé a été observée aux États-Unis sur le CBOT (respectivement + 77,5 %, + 38,2 % et + 191,6 % pour les options sur taux à 10 ans, 5 ans et 3 mois). En Europe, un taux de croissance de 12,6 % a été enregistré pour les options sur taux à 10 ans d'Eurex, mais l'évolution correspondante a été faible pour les options sur taux à 5 ans, et distinctement négative sur les maturités courtes (- 9,5 % sur les *3-month Euribor Options* d'Euronext Liffe). (Tableau 16).

C Euronext Liffe : une évolution contrastée en 2004

Après une baisse de 0,3 % en 2003, Euronext Liffe a en 2004 enregistré une croissance significative (+ 13,7 %) du nombre de contrats échangés (Tableau 17). Cette évolution globale masque cependant de fortes disparités selon les segments de marché considérés. Si les dérivés d'indices enregistrent un recul global, le segment des options sur actions individuelles a, de son côté, tout juste compensé le recul enregistré en 2003. Le segment des dérivés de taux, enfin, a prolongé sa croissance, ininterrompue depuis 2002, au rythme annuel de 13,6 %. On note cependant, après une croissance de 82 % en 2003, une baisse du nombre de contrats d'options de taux traités.

1 L'ÉVOLUTION DES MARCHÉS FINANCIERS EN 2004

TABLEAU 14

Principaux contrats sur indices – Millions de contrats traités en 2004

FUTURES SUR INDICES	2004	VARIATION 2004/2003 (%)	OPTIONS SUR INDICES	2004	VARIATION 2004/2003 (%)
CME-E-mini S&P500	167,2	+ 3,7	Eurex-E-STOXX 50	71,4	+ 15,6
Eurex-E-STOXX 50	121,7	+ 4,8	Euronext Liffe -CAC 40	63,2	- 14,3
CME-E-mini NASDAQ 100	77,2	+ 13,7	CBOE-S & P 500	42,7	+ 27,5
Eurex-DAX	29,2	+ 7,5	Eurex-DAX	42,2	+ 1,6
Euronext Liffe-CAC 40	24,1	- 17,9	Euronext Liffe-FT 100 (ESX)	17,9	+ 22,2
Euronext Liffe-FT 100	20,8	+ 2,6	Euronext Liffe-AEX	17,1	+ 31,1
CME-S & P 500	16,2	- 19,8	Osaka-NIKKEI 225	16,6	+ 12,5
Osaka-NIKKEI 225	14,4	+ 14,8	CBOE-S & P 100	16,3	+ 16,6
SIMEX-NIKKEI 225	7,8	+ 14,4	CBOE-Dow Jones	7,1	- 22,9
Euronext Liffe-AEX	5,7	- 10,2	CME-S & P 500	5,8	+ 17,0
MEFF-IBEX 35	4,4	+ 21,4	CBOE-NASDAQ 100	3,3	+ 120,2
CME-NASDAQ 100	4,0	- 9,3	MEFF-IBEX 35	2,9	- 8,1
Euronext Liffe-FTSEurofirst 80	0,9	+ 21,7*	Euronext Liffe -BEL 20	0,3	- 15,2

* Glissement annuel du second semestre, le produit ayant été lancé en juin 2003.

Source : Bourses, IEM Finance, AMF

TABLEAU 15

Contrats d'options sur actions – Millions de contrats traités en 2004

OPTIONS SUR ACTIONS	2004	VARIATION 2004/2003 (%)
CBOE	258,2	+ 31,3
Euronext Liffe-Paris	230,9	+ 32,3
Eurex	211,7	+ 12,4
Euronext Liffe-Amsterdam	60,2	+ 0,7
Euronext Liffe-Londres	11,5	+ 14,1
IDEM	9,5	+ 19,9
MEFF	8,2	- 35,3
Euronext Liffe-Bruxelles	0,3	+ 2,2

Source : Bourses, IEM Finance, AMF

TABLEAU 16

Principaux contrats de taux – Millions de contrats traités en 2004

	2004	VARIATION 2004/2003 (%)
CONTRATS À TERME SUR TAUX À TROIS MOIS		
CME-3-month eurodollar futures	297,6	+ 42,5
Euronext Liffe -Futures-3-month euribor futures	157,7	+ 14,6
Euronext Liffe - 3-month euribor options	52,2	- 9,5
TIFFE-3-Month Euroyen futures	7,3	+ 74,7
CONTRATS À TERME SUR TAUX À 5 ANS		
Eurex-Euro Bobl futures	159,2	+ 6,0
CBOT-5-year notes futures	105,5	+ 43,0
CBOT-5-year notes options	17,2	+ 77,5
Eurex-Euro Bobl options	10,8	+ 3,0
CONTRATS SUR TAUX À 10 ANS		
EUREX-Euro Bund Futures	239,8	- 1,9
CBOT-10-year notes futures	196,1	+ 33,6
CBOT-10-year notes options	56,9	+ 38,2
Eurex-Euro Bund options	30,8	+ 12,6
Euronext Liffe-Long Gilt futures	14,0	+ 38,4

Source : Bourses, IEM Finance, AMF

TABLEAU 17

Euronext Liffe : Nombre de contrats échangés

	VARIATION ANNUELLE (EN %)			CONTRATS ÉCHANGÉS (2004, MILLIONS DE LOTS)
	2002 / 2001	2003 / 2002	2004 / 2003	
Dérivés d'actions individuelles	+ 31,3	- 24,0	+ 25,7	316,5
Dérivés d'indices	- 6,7	+ 0,3	- 5,2	152,3
<i>Futures</i>	+ 16,3	+ 9,2	- 7,0	52,7
Options	- 14,8	- 4,0	- 4,2	99,6
Dérivés de taux	+ 5,0	+ 38,0	+ 13,6	313,3
<i>Futures</i>	- 1,5	+ 25,9	+ 19,7	237,0
Options	+ 38,6	+ 82,3	- 2,0	76,3
Dérivés de matières premières	+ 20,5	+ 17,4	+ 20,5	8,0
TOTAL du marché	+ 12,6	- 0,3	+ 13,7	790,4

Source : Euronext Liffe

2

CHAPITRE

La régulation et la coopération internationales

- 46 **1** Les travaux des instances internationales
- 59 **2** Le plan européen d'action pour les services financiers
- 72 **3** Les travaux du Comité technique de l'OICV
- 78 **4** La normalisation comptable
- 88 **5** La coopération internationale de l'AMF

LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

Héritier d'une longue tradition boursière et de principes clairs en matière de protection de l'épargne et de transparence, le régulateur financier français a toujours joué un rôle important au sein des instances internationales. Ce rôle prend aujourd'hui toute son ampleur dans un contexte de marchés financiers fortement intégrés qui nécessitent l'émergence de standards internationaux précis, cohérents et effectivement transposés.

La loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 a cité, parmi les missions de l'AMF, son implication dans la régulation internationale et européenne des marchés. L'AMF a ainsi participé activement en 2004 aux travaux intéressant les différentes instances internationales : OICV⁽¹⁾, CESR⁽²⁾, *Joint Forum*, Forum de la stabilité financière, IFREFI, etc.

Sur le plan européen, l'année 2004 a été marquée par l'intensification des travaux dits de « niveau 2 » du CESR qui doivent finaliser les modalités de transposition des directives européennes ainsi que par le rapport « Himalaya » qui dresse un premier bilan et explore les développements possibles du CESR.

Au niveau des instances internationales, les réflexions initiées à la suite des crises récentes qui ont ébranlé les marchés financiers et plus largement la confiance des investisseurs se sont poursuivies. Des avancées significatives ont eu lieu dans le domaine des agences de notation avec l'adoption d'un code de bonne conduite par l'OICV. Il en a été de même sur le sujet du gouvernement d'entreprise avec la création d'un groupe de travail piloté par l'OICV ayant pour objectif de tirer les enseignements des faillites frauduleuses.

En matière de surveillance et d'intégrité des marchés, parmi les nombreux sujets de discussion, l'OICV, le *Joint Forum* et le Forum de la stabilité financière ont renforcé leur collaboration dans les domaines des centres *off shore* et de lutte contre le blanchiment des capitaux.

1 Les travaux des instances internationales

A Les agences de notation

Les initiatives en matière d'encadrement des agences de notation de crédit se sont multipliées ces dernières années, tant sur le plan européen qu'international. Pour ce qui la concerne, l'AMF a poursuivi son engagement en la matière, qui s'est concrétisé, en 2004, par sa participation aux groupes de travail constitués au sein du CESR et de l'OICV et par la rédaction de son premier rapport annuel sur les agences de notation⁽³⁾.

1 L'avis technique du CESR à la Commission européenne

Afin de prendre en compte, notamment, les conclusions d'un rapport d'initiative de sa Commission économique et monétaire sur le rôle et les méthodes des agences de notation de crédit⁽⁴⁾, le Parlement européen a adopté

le 10 février 2004 une résolution qui demandait à la Commission européenne d'analyser la nécessité d'instaurer un système d'enregistrement européen des agences et l'impact qu'un tel système pourrait avoir sur les marchés financiers européens.

Le 27 juillet 2004, la Commission européenne a demandé au CESR de lui donner, avant le 1^{er} avril 2005, un avis technique sur de possibles mesures à prendre concernant les agences de notation de crédit. La Commission doit rapporter au Parlement le 31 juillet 2005 au plus tard sur la nécessité ou non de légiférer au niveau européen ou bien d'adopter d'autres solutions.

Le mandat confié par la Commission au CESR couvre plusieurs sujets : les conflits d'intérêts, la présentation des notations, les relations entre émetteurs et agences,

¹ OICV : Organisation internationale des commissions de valeurs.

² CESR : Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières.

³ Voir infra chapitre III page 125 .

⁴ Rapport de Giorgos Katiforis, sur le rôle et les méthodes des agences de notation de crédit, réf. A5-0040/2004.

2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

la concurrence et l'accès au statut d'agence de notation de crédit, l'utilisation des notations par la législation européenne et les contrats privés, et l'enregistrement des agences au niveau européen. Ce mandat a été soumis à consultation publique en août 2004 ⁽¹⁾.

Pour répondre au mandat donné par la Commission, le CESR a monté un groupe de travail ⁽²⁾ présidé par le régulateur suédois, représenté par son directeur général, Mme Ingrid Bonde. Étaient également présents en tant qu'observateurs un membre de la Commission européenne et un membre du Comité européen des contrôleurs bancaires (CEBS). Par ailleurs, le CESR est en relation avec les représentants de la SEC américaine.

Le CESR a publié, le 30 novembre 2004, son premier document ouvert à la consultation publique jusqu'au 1^{er} février 2005 et a organisé le 14 janvier 2005 une audience publique.

Le document du CESR ⁽³⁾ est le fruit des premiers travaux du groupe de travail. Il prend en compte les réponses apportées au questionnaire qui a été circularisé auprès des membres du CESR afin de décrire l'industrie de la notation financière en Europe et d'analyser les réactions des acteurs du marché qui sont intervenus lors de la mise en consultation du mandat en août 2004 et des deux séminaires organisés en octobre 2004. Il se réfère également aux travaux de l'OICV et de la SEC ainsi qu'à ceux menés dans le cadre de la modification de la directive relative à l'adéquation du capital des établissements de crédit et des entreprises d'investissement ⁽⁴⁾.

Autour des six sujets de réflexion figurant dans le mandat, le document présente un état des lieux, développe les différentes approches qui peuvent être adoptées pour résoudre les éventuels problèmes et propose plusieurs options qui pourraient être utilisées pour mettre en œuvre ces solutions. Ces options offrent un éventail de possibilités, dont la mise en place d'un schéma d'enregistrement européen, qui pourrait être assuré par une autorité européenne, un système d'autorégulation, ou encore des solutions qui prévoient la prise en compte du code de bonne conduite élaboré par l'OICV et la définition d'un processus de reconnaissance, intégré ou non à celui mis en œuvre dans le cadre de la réforme des règles prudentielles bancaires en matière d'exigences de fonds propres. En

remettant son avis à la Commission en mars 2005, le CESR a exprimé, à la majorité de 25 membres, une préférence pour le choix de l'autorégulation. Une minorité significative de membres a préconisé un système d'enregistrement et de suivi périodique.

2 Le code de bonne conduite pour les agences de notation élaboré par l'OICV

En 2003, à la demande, notamment, du Forum de la stabilité financière et dans le cadre de la présidence française du G7, l'OICV a travaillé en étroite collaboration avec les agences de notation à l'élaboration de grands principes qui leur seraient applicables. Ces principes, publiés en octobre 2003, s'articulent autour de quatre thèmes principaux : la qualité et l'intégrité du processus de notation, les modalités de diffusion des notations, la prévention des conflits d'intérêts et le traitement de l'information non publique par les agences.

En février 2004, l'OICV a annoncé qu'elle souhaitait aller plus loin et a fait connaître sa décision d'élaborer un code de conduite dont l'objectif serait d'offrir aux agences de notation une méthodologie qui les guide dans la mise en œuvre des principes. Ce code ⁽⁵⁾, intitulé « Éléments fondamentaux du code de bonne conduite des agences de notation » a été publié le 23 décembre 2004.

Le code de l'OICV propose une série de mesures précises et engage les agences à les transposer dans leur propre code de bonne conduite. Il invite également les agences à instaurer des mécanismes de surveillance qui leur permettent d'en suivre la bonne application. Le code offre dans le même temps un cadre flexible, puisqu'il laisse aux agences la possibilité de ne pas inclure dans leur propre code toutes les mesures énoncées, pour autant qu'elles expliquent en quoi elles s'en écartent et comment elles en respectent néanmoins l'esprit. Par ailleurs, le principe de flexibilité du processus de régulation est préservé puisque l'OICV ne prévoit pas la transposition obligatoire de ses principes ni de son code. L'opportunité de favoriser l'autorégulation ou, au contraire, de prendre des mesures réglementaires est laissée à l'appréciation de chacun, en fonction de son environnement législatif et réglementaire.

¹ Site CESR
www.cesr-eu.org,
Réf. CESR/04/394.

² Pays participants :
Belgique, Italie,
Portugal, Pays-bas,
France, Royaume-Uni,
Allemagne, Espagne.

³ Site CESR
www.cesr-eu.org,
Réf. CESR/04/612b.

⁴ Directive 98/31/CE du
Parlement européen
et du Conseil du 22
juin 1998 modifiant
la directive 93/6/
CEE du Conseil sur
l'adéquation des fonds
propres des entreprises
d'investissement et des
établissements de crédit.

⁵ Site internet de l'OICV,
www.iosco.org

B Le gouvernement de l'entreprise : les enseignements tirés des faillites frauduleuses

Le Comité technique de l'OICV a décidé de créer en 2004 un groupe spécial de Présidents co-présidé par le Commissaire de la SEC, M. Roel Campos, et par le Président italien, M. Lamberto Cardia, dans le but de proposer une réaction de l'OICV face aux problèmes révélés par la faillite frauduleuse de grands groupes, tel Parmalat.

La mission de ce groupe s'articule autour de quatre grands sujets :

- identifier les questions posées par le scandale Parmalat, en particulier la transparence du marché obligataire (information, placement, transparence du marché secondaire), le rôle des entités non régulées notamment localisées dans les centres *off shore*, l'impact des structures complexes et la capacité réelle de sanction des régulateurs ;
- examiner les standards existants, notamment ceux relatifs aux auditeurs et aux mécanismes de coopération entre régulateurs ;
- proposer des réponses réglementaires appropriées pour améliorer les moyens d'identification et de mesure des risques ;
- mettre en œuvre les actions visant à accentuer la pression internationale sur les juridictions non coopératives.

Le travail entrepris par l'OICV vise à faire le bilan des moyens mis en œuvre afin d'accroître leur efficacité et à rechercher dans l'ensemble du champ de la régulation les initiatives à prendre en s'appuyant sur les travaux des comités permanents.

Il a par ailleurs permis d'aborder de manière plus directe, certains sujets dont, en particulier, la question des juridictions non coopératives, souvent évitée en raison des réticences de certains membres.

Ce rapport sera rendu public au cours du premier semestre de l'année 2005.

C Les centres *off shore* ⁽¹⁾

À la suite des premières conclusions tirées de l'analyse de l'affaire Parmalat, présentées lors d'une réunion spéciale du comité des Présidents en février 2004, et en réponse aux questions posées par la demande d'adhésion de juridictions non coopératives, le Comité technique de l'OICV s'est engagé dans l'élaboration d'un processus d'ensemble vis-à-vis des juridictions non coopératives, encouragé par le Forum de la stabilité financière.

Dans un premier temps, l'OICV a procédé à une étude des difficultés rencontrées par les responsables de la surveillance des autorités de régulation réunis au sein du *Standing Committee 4*. Une synthèse de ces difficultés a été présentée lors de la réunion du Comité technique tenue à l'occasion de la conférence annuelle de l'OICV à Amman en mai 2004.

Un rapport a ensuite été présenté en vue de proposer une démarche globale. Ce rapport fait état des différents moyens dont l'OICV dispose pour inciter ses membres à mettre en pratique ses principes.

Le rapport propose, notamment, de considérer l'adhésion au MMOU ⁽²⁾ comme le critère principal que doit remplir tout membre de l'organisation. Si une telle approche était adoptée, elle nécessiterait la mise en œuvre de programmes d'assistance et de vérification. C'est pourquoi elle requiert l'adhésion de la majorité des membres de l'organisation et en particulier du Comité des marchés émergents. Elle implique également une mobilisation de l'ensemble des Comités régionaux qui viendraient en relais et support des candidats déclarés au MMOU. Le processus devait être validé à l'occasion de la conférence annuelle de 2005, à Colombo.

Par ailleurs, l'OICV concentre son action sur la capacité réelle des juridictions à coopérer entre elles et a engagé un dialogue avec ces dernières. Les aptitudes en termes de coopération se mesurent, notamment par référence au nombre et à la qualité des équipes chargées de la surveillance des marchés, aux instruments dont elles disposent, à leur autonomie par rapport aux entreprises de marchés qui exercent, dans un certain nombre de juridictions, un rôle de superviseur de premier niveau en qualité d'entité autorégulée.

¹ Les centres *off shore* sont des centres financiers dont la vocation est d'accueillir, pour des raisons fiscales et de souplesse de

réglementation, des structures juridiques abritant des comptes ou le résultat d'opérations réalisées sur des places financières dite *onshore*.

² Multilateral Memorandum of understanding : Accord multilatéral de coopération. Voir *infra*, chapitre II page 50.

2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

L'OICV n'intervient pas seule dans ce domaine. Son action s'inscrit dans un ensemble d'initiatives menées par différents groupes internationaux dont, en particulier, le GAFI (le Groupe d'action financière sur le blanchiment de capitaux) qui a, depuis les attentats du 11 septembre 2001, étendu son champ d'action à la lutte contre le financement des activités terroristes, et les deux autres organisations internationales des régulateurs du secteur de la banque (Comité de Bâle) et des assurances (*International Association of Insurance Supervisors*). Les standards sur l'identification du client final s'inscrivent dans un ensemble de travaux menés parallèlement par ces organisations internationales. Le *Joint Forum*, qui regroupe des membres de ces trois organisations de régulateurs, a publié à l'automne 2004 une note synthétisant l'ensemble de ces travaux⁽¹⁾. La lutte contre les juridictions non coopératives et, en particulier, la coopération avec les centres *off shore* n'est en effet pas une question qui concerne les seuls régulateurs des marchés de valeurs mobilières, mais elle nécessite une action commune et coordonnée de toutes les organisations concernées.

Ces organisations travaillent en lien de plus en plus étroit avec le Forum de la stabilité financière dont il faut souligner le rôle d'impulsion et de coordination. La question des centres *off shore* et des juridictions non coopératives a, dès le début des travaux du Forum en 1999, fait partie de ses principales préoccupations. Tout en reconnaissant l'existence et l'utilité des centres *off shore*, le Forum a posé très clairement, dès son premier rapport, l'obligation pour ces derniers d'adhérer aux standards internationaux et en particulier d'assurer une bonne surveillance du secteur financier, ainsi que de coopérer avec leurs correspondants.

Le Forum avait procédé en 2000 à une analyse critique de la situation objective des centres *off shore* au regard de la problématique de la coopération et a publié une liste distinguant les centres bien régulés et coopératifs (groupe 1), les centres présentant une situation imparfaite (groupe 2) et les centres considérés comme très en deçà des standards requis (groupe 3). Dans le même temps, le Fonds monétaire international

était convié à conduire des missions dans les pays des groupes 2 et 3 afin d'enregistrer les progrès effectués, ces pays étant invités à rendre publics les résultats de la mission du Fonds.

En avril 2004, le FSF a publié un rapport analysant les progrès obtenus. Il a constaté un certain nombre de progrès au sein des centres *off shore*, et envisage de poursuivre son action. C'est pourquoi, le Forum a souligné dans le communiqué publié à l'issue de sa réunion de septembre 2004, les efforts accomplis par l'OICV et les autres organisations internationales de régulateurs, et a notamment encouragé l'OICV à poursuivre son travail d'évaluation de la qualité de coopération des centres *off shore*. L'intervention du Forum confère ainsi une dynamique et une cohérence à l'ensemble des actions. Lors de sa réunion de Tokyo, en mars 2005, le Forum a adopté une démarche volontariste de contrôle, par les institutions financières internationales et les organisations de régulateurs, des progrès effectués par les centres *off shore*.

D La surveillance des marchés

1 CESR-Pol

En 2004, les efforts des régulateurs européens ont essentiellement porté sur la mise en œuvre opérationnelle de la directive abus de marché et de ses directives et règlement d'application⁽²⁾, qui devaient être transposés en droit national au plus tard le 12 octobre 2004. CESR-Pol⁽³⁾ reste particulièrement actif sur ce sujet.

L'objectif principal de ce groupe, qui se réunit désormais quatre 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. Il permet aux autorités de rassembler les données nécessaires au bon déroulement de leurs enquêtes et de coordonner leurs efforts lors d'investigations internationales.

1 Initiatives by the BCBS, IAIS and IOSCO to combat money laundering and the financing of terrorism – 25 octobre 2004.

2 - Directive 2003/125/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts.
- Directive 2003/124/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce

qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché.
- Règlement (CE)2273/2003 de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les dérogations prévues pour les programmes de rachat et la stabilisation d'instruments financiers.
- Directive 2004/72/CE de la Commission du 29 avril 2004 portant modalités

d'application de la directive 2003/6/CE du parlement européen et du conseil en ce qui concerne les pratiques de marchés admises, la définition de l'information privilégiée pour les instruments dérivés sur produits de base et l'établissement des listes d'initiés, la déclaration des opérations effectuées par les personnes exerçant les responsabilités dirigeantes et la notification des opérations suspectes.

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

En 2004, sur la base d'un mandat confié par le CESR visant à définir et proposer des mesures dites de niveau 3⁽¹⁾, pour préparer et faciliter la mise œuvre de la directive abus de marché, CESR-Pol a, dans un premier temps, préparé un document intitulé *Level 3 – Preliminary guidance and information on the common operation of the Directive* – visant à fournir à l'industrie des services financiers des informations et conseils de la part des régulateurs. Ce document abordait la question des pratiques admises de marché (avec une liste indicative et provisoire de telles pratiques admises à ce jour par certains membres ainsi que leur description), des pratiques susceptibles d'être des manipulations de marché (liste non exhaustive et descriptive) et les éléments devant être considérés par les prestataires comme des manifestations de possibles infractions et comme tels notifiés aux autorités, ainsi que la définition d'un format commun pour la notification des transactions suspectes par les entreprises d'investissement et les établissements de crédit. Rendu public par le CESR le 28 octobre, ce document a été ouvert à commentaires pour une période de trois mois.

Par ailleurs, à partir de la mi-2004, CESR-Pol a lancé un programme de travail visant à déterminer les actions et mesures à mettre en œuvre, à court et moyen termes, pour ce qui concerne les procédures de coopération et de promotion d'une approche commune des abus de marché. Les premiers résultats sont attendus en 2005.

Travaillant de façon récurrente sur les problèmes de coopération et d'échange d'informations avec certaines juridictions de pays tiers et sur la façon d'y remédier de manière collective, CESR-Pol a pris l'attache de l'OICV, qui est également active dans ce domaine, en vue d'éviter la duplication des efforts.

2 Le MMOU de l'OICV et le *Screening group*

Lors de son assemblée générale tenue à Istanbul en mai 2002, l'OICV a adopté le texte d'un accord relatif à la coopération et à l'échange d'informations entre les régulateurs membres de l'organisation (MMOU)⁽²⁾ afin de faciliter la détection, les investigations et les poursuites en matière d'infractions dans le domaine des valeurs mobilières.

Ce texte important rassemble en un seul document de référence les principes en matière de coopération adoptés dans le passé par l'OICV dans plusieurs résolutions. L'OICV s'est fixé pour objectif que la majorité de ses membres en deviennent signataires dans un proche avenir.

Les régulateurs désirant signer cet accord doivent se porter candidats en répondant préalablement à un questionnaire destiné à évaluer leur capacité juridique à remplir les conditions définies par ce texte. Les neuf questions posées traitent, en effet, de l'étendue de leurs pouvoirs d'investigation, de la nature des informations et témoignages qui peuvent être obtenus, des possibilités de transmission desdites informations aux homologues étrangers, de l'utilisation qui peut être faite par ces derniers des données transmises et des règles de confidentialité applicables.

Un groupe de travail spécifique, dénommé en anglais le *Screening Group* (groupe d'analyse), a été constitué au sein de l'OICV peu après l'adoption de cet accord. Composé actuellement de 26 commissions, dont six appartiennent au groupe dit des « pays émergents », son rôle consiste à analyser les réponses faites au questionnaire, à approfondir certains points avec les commissions candidates et, sur ces bases, à formuler une recommandation sur l'acceptation de ces dernières en tant que signataires de l'accord aux trois personnes qui, au sein de l'OICV, sont chargées de prendre une décision sur ce point (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, qui a été évaluée parmi les premières commissions candidates et admise en qualité de signataire de cet accord en octobre 2002, et à sa suite l'Autorité des marchés financiers, est membre depuis son origine de ce groupe de travail, qui se réunit environ trois fois par an.

26 commissions ont, au 31 décembre 2004, été admises en tant que signataires de l'accord multilatéral, les candidatures de plusieurs autres étant actuellement en cours d'examen. Quatre commissions figurent en outre sur une liste séparée, qui recense les commissions candidates ne remplissant pas encore toutes les conditions pour être signataires mais qui ont pris

¹ Le processus Lamfalussy du nom du Baron Alexandre Lamfalussy, Président du groupe des sages mis en place par la Présidence française de l'UE en 1999, vise à favoriser la cohérence et l'harmonisation de la réglementation financière

en Europe, en créant sous les directives, un deuxième niveau de mesures dites de comitologie, à la rédaction desquelles les régulateurs assemblés dans un comité (le CESR) sont associés. Le processus comprend aussi un niveau dit 3 qui consiste en

des procédures et mesures d'application décidées par les membres du CESR, et un niveau 4 qui consiste en un exercice d'évaluation de la cohérence de la transposition.

² Multilateral Memorandum of understanding.

2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

l'engagement de tenter d'obtenir la capacité juridique pour pouvoir le signer dans un proche avenir, en faisant évoluer leur réglementation afin d'éliminer les obstacles identifiés.

L'ensemble des signataires de l'accord compose un groupe particulier intitulé *Monitoring Group* (groupe de suivi) qui a une double fonction :

- d'une part, réfléchir sur les questions d'ordre général en relation avec la mise en œuvre de l'accord (interprétations, modifications, etc.) ;
- d'autre part, émettre des recommandations, aux trois Présidents, sur le maintien en tant que signataires de commissions qui ne respecteraient pas leurs obligations dans le cadre de cet accord.

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

E La lutte contre le blanchiment de capitaux

La proposition de directive de la Commission européenne, relative à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins de blanchiment de capitaux, y compris le financement du terrorisme, a été transmise au Conseil de l'Union européenne et au Parlement européen le 11 octobre 2004⁽¹⁾.

Cette proposition fait suite à deux directives adoptées respectivement en 1991 et en 2001. La première s'inspirait largement des recommandations du GAFI, elle définissait le blanchiment de capitaux comme une série d'infractions liées au trafic de stupéfiants et n'imposait d'obligations qu'au seul secteur financier. La seconde élargissait son champ d'application aux produits tirés d'un éventail beaucoup plus large d'activités criminelles ainsi qu'à un certain nombre d'activités et de professions non financières. La Commission européenne a présenté cette nouvelle proposition de directive qui s'inspire très largement des quarante recommandations du GAFI renforcées en juin 2003.

Dans ce nouveau texte, la définition du blanchiment de capitaux couvre, non seulement le fait de masquer les produits d'infractions graves, mais s'étend aussi au financement du terrorisme et élargit les catégories de personnes soumises aux obligations de lutte anti-blanchiment. En outre, les exigences en matière de

connaissance de la clientèle sont beaucoup plus détaillées mais leur application est ajustée au risque identifié. Les établissements et personnes relevant de la directive doivent ainsi concentrer leurs efforts sur les situations de risque élevé, sans être systématiquement tenus de mettre en œuvre les procédures d'identification du client lorsque le risque est limité.

F Le rapport du CESR : quels outils de supervision pour les marchés financiers ?

Lors du lancement du processus Lamfalussy à Stockholm en 2000, il avait été convenu de procéder à une revue de son fonctionnement et de son efficacité à la fin de l'année 2004. Un premier rapport sur l'intégration financière en Europe, rédigé par un groupe de travail du Comité de la stabilité financière présidé par Jorg Asmussen (ministère des Finances allemand) et approuvé par l'Ecofin en juin 2004, insistait sur la priorité à donner à la mise en œuvre des mesures issues du Plan d'action pour les services financiers (PASF).

Pour autant, le véritable exercice d'évaluation a commencé avec la publication de trois rapports :

- le troisième rapport du groupe interinstitutionnel de suivi du processus Lamfalussy⁽²⁾, publié le 17 novembre 2004 ;
- le rapport de la Commission européenne soumis pour consultation publique ;
- le rapport du CESR (rapport dit Himalaya) publié pour consultation, qui fait le bilan des travaux du Comité et élabore une série de propositions pour l'avenir⁽³⁾.

L'Ecofin du 16 novembre 2004 a reconnu les bénéfices du processus Lamfalussy, le Conseil soulignant en particulier la nécessité de conserver les objectifs propres aux quatre niveaux du processus et le rôle respectif des différentes parties. Il insiste également sur l'importance du niveau 3, la nécessité de développer la convergence des pratiques et la complète transposition des mesures communautaires.

Le rapport du CESR contient une première partie assez brève sur l'intégration financière européenne qui souligne notamment qu'un certain nombre de

¹ Directive 2001/97/EC du Parlement européen et du Conseil du 4 décembre 2001 modifiant la directive 91/308/CEE du Conseil relative à la

prévention de l'utilisation du système financier aux fins de blanchiment de capitaux - Déclaration de la Commission.

² Le groupe interinstitutionnel de suivi est composé de personnalités de haut niveau nommées par le Conseil, le Parlement et la Commission européenne.

³ Which supervisory tools for the EU securities markets? Preliminary Progress Report (Himalaya Report). Document CESR référence n° 04-333f disponible sur www.cesr-eu.org.

domaines nécessitent encore une adaptation du cadre réglementaire, en particulier les domaines liés au règlement-livraison et à la gestion. Le rapport note, enfin, un retard dans l'intégration du marché dit de détail qui demeure plus fragmenté que les activités entre professionnels. La deuxième partie de ce rapport présente les obstacles et les moyens que le CESR pourrait mettre en œuvre pour y remédier. La troisième partie traite de la question de la coopération entre autorités dans le cas de la supervision d'entités exerçant dans plusieurs pays de l'Union.

Les principales interrogations des régulateurs membres du CESR se résument en trois questions :

- L'approche des régulateurs européens en termes de supervision est-elle convergente (le rapport souligne en particulier l'importance variable donnée aux différents aspects de la régulation : risques systémiques, régulation économique, protection des investisseurs et fonctionnement du marché) ?
- Existe-t-il une confiance mutuelle suffisante entre régulateurs européens sur la correcte application des directives et la supervision effective du système financier (le rapport soulève la question des différences de compétences dont disposent les régulateurs, et s'interroge plus particulièrement sur la qualité de la régulation qui constitue un facteur essentiel de coopération) ?
- Qu'en est-il du degré de coordination des décisions entre régulateurs, en cas de crise majeure de marché par exemple, ou lorsqu'il s'agit de traiter de l'innovation financière ?

Face à ces questions, le rapport du CESR apporte deux types de réponses. Il présente les initiatives que le CESR pourrait mettre en œuvre, en développant principalement les potentialités du réseau des régulateurs, et propose des modifications dont la mise en œuvre nécessite des changements institutionnels.

1 Le développement du réseau des régulateurs

Pour ce qui concerne la mise en œuvre d'une supervision mieux coordonnée, le rapport propose de :

- définir, au cas par cas, l'autorité en charge d'assurer

la coordination de la supervision ; ceci pourrait prendre la forme d'un MOU⁽¹⁾ qui traiterait de la relation entre le superviseur du pays d'origine et du pays hôte, en particulier dans le cas de grands groupes ayant une activité paneuropéenne ;

- mettre en place un processus d'investigation commun, en impliquant d'avantage le président de CESR-Pol ;
- développer des bases de données communes en particulier pour ce qui concerne le *reporting* prévu par la directive MIF ou encore la base de données sur les émetteurs prévue par la directive transparence.

Pour ce qui concerne la convergence des pratiques réglementaires, le rapport envisage de développer :

- les mécanismes permettant une information et, le cas échéant, une discussion sur le traitement de l'innovation en matière financière ;
- un mécanisme de médiation au sein du CESR à l'instar de celui qui est prévu par la directive abus de marché afin de favoriser l'harmonisation de la mise en œuvre des directives par les régulateurs européens ;
- des mécanismes assurant une transposition harmonisée des règles communautaires, en particulier le renforcement du rôle du comité interne du CESR sur le suivi des transpositions et de la mise en place d'un système de revue par les pairs (ou *Peer review*).

Le rapport propose d'inscrire l'action des régulateurs dans un cadre de mission clair, qui assure une compréhension et une approche coordonnée de la régulation. Cela pourrait conduire notamment à la rédaction de principes généraux définissant les objectifs de la régulation.

Les propositions du rapport relatives au renforcement du réseau ont fait, par ailleurs, l'objet d'une consultation publique dans le cadre d'un document du CESR sur la mise en œuvre du niveau 3. Il s'agit effectivement pour le CESR de développer les moyens d'une action commune et coordonnée. C'est un enjeu particulièrement important au moment de la transposition et de la mise en œuvre des directives issues du plan d'action pour les services financiers. Depuis sa création en 2001, l'essentiel des travaux

2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

du CESR a été consacré à son rôle de conseil auprès de la Commission européenne pour la rédaction des mesures techniques dites de niveau 2. La mise en œuvre effective des directives, et en particulier d'une supervision coordonnée au plan européen, est un enjeu majeur pour le CESR. Aussi importe-t-il que le CESR devienne une véritable tête de réseau dotée de l'autorité et des moyens de fédérer et de coordonner l'action des régulateurs européens.

2 Les décisions individuelles prises par le CESR

Au-delà des mesures de renforcement du réseau, le rapport souligne que, dans certains cas, il pourrait être souhaitable d'envisager que le CESR soit pourvu de la capacité de prendre des décisions valables pour l'ensemble de ses membres. Cette proposition nécessiterait la transformation du CESR en agence européenne, par exemple sur le modèle de l'agence européenne de l'aviation. Le rapport précise que cette faculté devrait être reconnue si le type de décisions considérées répond à plusieurs critères dont :

- l'efficacité ;
- la subsidiarité (un avantage à avoir une décision unique au lieu d'une décision soumise à la reconnaissance mutuelle ou de 25 décisions coordonnées) ;
- la pertinence de la compétence du régulateur au regard notamment de la part de l'activité réalisée par une entité hors de son territoire ;
- le degré d'intégration européenne de l'activité.

Le rapport propose une série de sujets pour lesquels cette possibilité pourrait être envisagée :

- les agences de notation ;
- les émissions obligataires européennes ;
- les OPCVM simples ;
- la mise en œuvre des standards comptables ;
- les infrastructures de marché et *post*-marché paneuropéennes.

3 La coordination des acteurs de marché paneuropéens

Dans une partie autonome, le rapport examine la question spécifique du traitement des acteurs de marché paneuropéens. De manière théorique, la question est réglée par les directives qui posent clairement la compétence du régulateur, en général,

du pays d'origine (visa du prospectus, avec une exception pour les émissions obligataires ; agrément des intermédiaires et infrastructures de marché dans la directive MIF). La réalité pratique est plus complexe ainsi que le montre notamment l'exemple d'Euronext, et nécessite la mise en place d'arrangements *ad hoc*. Ce type de situation pourrait être conduit à se développer.

Les directives répondent partiellement à cette situation, en prévoyant, par exemple, pour la directive prospectus, une capacité de délégation entre régulateurs ou encore, pour la directive MIF, l'obligation d'organiser entre les régulateurs, de manière conjointe, l'ouverture d'accès à un marché par la voie d'écrans délocalisés.

La réponse du CESR sur ce point fait une large place au développement de mécanismes de coopération et de coordination renforcés.

Le rapport contient, enfin, deux propositions institutionnelles :

- faire converger les pouvoirs des régulateurs, partant du principe que plus les régulateurs disposeront de pouvoirs et de compétences similaires plus la coopération et la confiance mutuelle seront facilitées ;
- élargir les possibilités de délégation de compétences entre régulateurs. Le rapport propose d'étendre le mécanisme prévu dans la directive prospectus à d'autres directives. Ceci nécessite bien sûr une modification des textes communautaire de niveau 1. Cette solution offre des avantages pratiques en termes d'efficacité et d'allocation des ressources. Elle demande que soit bien analysée la question des conséquences du transfert de compétences en termes de responsabilité du régulateur national et de création de régulateurs chefs de file.

G Le Joint Forum et le Forum de la stabilité financière

Le *Joint Forum* et le Forum de la stabilité financière ont tous deux vocation, bien qu'à des niveaux et avec des perspectives différentes, à traiter des sujets de manière transsectorielle et de faire la synthèse des préoccupations des différents secteurs.

1 Le Joint Forum

Le *Joint Forum* est composé de représentant de l'OICV (secteur des valeurs mobilières), de l'IAIS (secteur des assurances) et du Comité de Bâle (secteur bancaire). Ses principaux travaux en 2004 ont porté sur les transferts

de risque de crédit et sur les *hedge funds*. Sur ces deux sujets, le *Joint Forum* a élaboré des principes de haut niveau visant, pour ce qui concerne les transferts de risque de crédit, à attirer l'attention des institutions financières sur la nécessité de bien comprendre ces produits et leur environnement juridique et à mettre en œuvre les moyens adaptés à une meilleure surveillance des contreparties et de l'évolution des risques.

Pour ce qui concerne les *hedge funds*, les principes du *Joint Forum* portent principalement sur une meilleure connaissance de ces entités par les établissements bancaires qui travaillent en lien avec eux.

2 Le Forum de la stabilité financière

Le Forum de la stabilité financière rassemble les représentants des ministères des Finances, les gouverneurs des Banques centrales et les présidents des régulateurs de valeurs mobilières, des banques et des assurances des pays du G7/G8 élargi auxquels se joignent les représentants des institutions financières internationales et les représentants des organisations internationales de régulateurs. Il exerce principalement une fonction de veille de la situation économique mondiale axée sur l'évaluation des risques pesant sur la stabilité financière.

Le Forum s'est particulièrement intéressé aux questions relatives à la réforme de l'IFAC, à la mise en œuvre du *Public Interest Oversight Board* et à la coordination des autorités en charge du contrôle des auditeurs. Il a également conduit une réflexion sur les centres *off shore* visant à faire le point sur les actions entreprises afin de mettre en place un processus d'accompagnement de leur mise à niveau en matière de transparence et de coopération internationale. Cette dernière discussion s'appuie largement sur le travail entrepris par l'OICV dans ce domaine. Le FSF devait finaliser ses travaux dans ce domaine lors de sa réunion de mars à Tokyo⁽¹⁾.

Le Forum suit également de manière approfondie les travaux sur l'analyse des récents scandales et, en particulier, les travaux de l'OICV.

H Les activités de compensation et de règlement-livraison dans l'Union européenne

1 Les recommandations CSPR-OICV pour les chambres de compensation agissant en qualité de contreparties centrales⁽²⁾

En novembre 2001, le groupe de travail conjoint constitué de représentants de l'OICV et du CSPR⁽³⁾ ainsi que de quelques participants « extérieurs » (Inde, République tchèque, FMI, Banque mondiale) avait publié des recommandations pour les systèmes de règlement-livraison (*Recommendations for Securities Settlement Systems*), approuvées par les deux organisations parentes. Parmi les 19 recommandations émises pour promouvoir la sécurité et l'efficacité des systèmes de règlement-livraison, une seule avait plus particulièrement pour objet les contreparties centrales (ou chambres de compensation). Elle recommandait que les coûts et avantages de la mise en place d'une contrepartie centrale, pour les pays n'en disposant pas encore, soient évalués et demandait, le cas échéant, que les contreparties centrales contrôlent de façon rigoureuse les risques encourus.

En raison du rôle croissant des contreparties centrales dans les dispositifs de règlement-livraison et des risques potentiels que pourrait faire courir aux systèmes de paiement et aux systèmes de règlement livraison leur défaillance, le CPSS et le Comité Technique de l'OICV ont, en février 2003, demandé à ce même groupe de travail conjoint de développer des recommandations relatives aux principaux risques supportés par une chambre de compensation agissant en qualité de contrepartie centrale.

Après un an de travaux, le groupe de travail conjoint CPSS/IOSCO a soumis à consultation publique, de mars à juin 2004, un premier projet de recommandation, amendé par la suite sur plusieurs points pour tenir compte des commentaires reçus. Le texte final du rapport a été approuvé par le Comité technique de l'OICV le 25 octobre 2004, puis par le CPSS, le 27 octobre et enfin par le Conseil des gouverneurs des Banques centrales le 8 novembre.

Le rapport comprend quinze recommandations assorties chacune d'un texte explicatif et d'une méthodologie

¹ Voir supra Chapitre II, page 49.

² Comité sur les systèmes de paiement et règlement de titres et Organisation internationale des commissions de valeurs : Rapport de l'OICV de novembre 2004

disponible sur le site de l'OICV, www.iosco.org, et de la Banque des règlements internationaux, www.bis.org.

³ Le Comité sur les systèmes de paiement et règlements de titres (CSPR) ou CPSS « Committee on Payment and Settlement Systems » est l'un des comités constitués sous l'égide du Comité de Bâle.

Il rassemble les banques centrales des pays du G8.

2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

d'évaluation permettant, à travers une série de questions, d'apprécier leur degré de mise en œuvre. Ces recommandations visent à couvrir les principaux types de risques auxquels est confrontée une contrepartie centrale, en insistant particulièrement sur le niveau adéquat de ses ressources financières. En effet, si une contrepartie centrale peut réduire de façon significative les risques supportés individuellement par chaque participant de marché, sur elle se concentrent, en revanche, les risques et les responsabilités dans la gestion de ces risques. Dès lors, la réalité et l'efficacité des procédures de contrôle des risques mises en place par la contrepartie centrale et le niveau approprié de ses ressources financières deviennent des éléments déterminants de l'infrastructure des marchés sur lesquels la contrepartie centrale opère.

Plusieurs des recommandations du rapport s'inspirent très largement de celles figurant dans le précédent rapport conjoint du comité technique de l'OICV et du CPSS relatif aux systèmes de règlement-livraison. Elles ont trait à la gestion et au contrôle du risque opérationnel, à la monnaie de règlement, à l'efficacité, à la transparence, à la régulation et à la supervision des contreparties centrales.

Le rapport met en revanche davantage l'accent sur les exigences relatives à l'accès à la qualité de membres d'une contrepartie centrale et au contrôle de ses membres par cette dernière (recommandation 2), sur la mesure et la gestion de l'exposition des contreparties centrales au risque de crédit (recommandation 3), sur les dépôts de garantie centraux et les appels de marge (recommandation 4), et enfin sur les ressources financières (recommandation 5). La recommandation 5, faite, précise qu'une contrepartie centrale doit disposer à tout instant de ressources financières suffisantes pour faire face, au minimum, au défaut de l'adhérent compensateur face auquel la contrepartie centrale a la plus forte exposition aux risques, calculée dans des conditions extrêmes, mais plausibles, de marché. Pour concourir à satisfaire cette recommandation et à prévenir tout dysfonctionnement de la contrepartie centrale ainsi que d'éventuels impacts sur les adhérents non défaillants, le rapport énonce que la contrepartie centrale doit disposer de mécanismes pour limiter son exposition aux risques de telle sorte qu'en cas de défaillance d'un adhérent, les adhérents non défaillants ne soient pas exposés à des pertes qu'ils ne peuvent anticiper.

Pour les marchés à terme et pour les marchés sur lesquels les contrats ont une longue période de vie ou un effet de levier intrinsèque, un mode de gestion, basé sur un système d'appels de marge et dont les caractéristiques à satisfaire sont précisées dans le rapport, est considéré comme essentiel pour limiter effectivement le risque de crédit supporté par la contrepartie centrale.

Les recommandations ainsi que la méthodologie d'évaluation figurant dans le rapport seront utilisées par les régulateurs et par le FMI dans ses programmes d'évaluation des systèmes financiers et serviront de cadre à l'auto-évaluation des contreparties centrales.

2 Le rapport SEBC/CESR : standards pour le règlement-livraison en Europe

Après trois ans de travaux, deux consultations publiques et plusieurs réunions avec les professionnels concernés⁽¹⁾, le CESR et les gouverneurs du Système européen des banques centrales (SEBC) ont approuvé en octobre 2004 des « Standards pour le règlement-livraison en Europe ». Ces standards, qui développent et précisent, pour les pays membres de l'Union européenne, les recommandations formulées en 2001 par le rapport CPSS/IOSCO sur les systèmes de règlement-livraison, ont pour objectif d'améliorer la sécurité, la qualité et l'efficacité des activités de *post*-marché en Europe.

Il importe de souligner que ces standards n'ont pas pour objet de définir le cadre futur des activités de règlement-livraison, mais, à partir d'un état des lieux existant, d'élaborer les mesures les mieux à même de faire face et de répondre aux risques générés par ces activités essentielles à la sécurité et au bon fonctionnement de l'ensemble des marchés financiers et des systèmes de paiement. La fixation du cadre juridique régissant les activités de compensation et de règlement-livraison en Europe ressortira de la directive cadre proposée par la Commission européenne dans sa communication du printemps 2004. Le rapport SEBC/CESR précise à cet égard dans son introduction que les standards ne préjugent pas de décisions ultérieures quant à la réglementation de ces activités au niveau européen et que si une directive devait être adoptée en la matière, leur pertinence et leur validité devraient alors être réévaluées.

¹ Rapport annuel 2003 de l'AMF, page 45.

Outre cette introduction présentant l'objet des réflexions engagées et les replaçant ainsi dans le contexte des différentes initiatives au niveau européen, ce document comporte une série de dix-neuf standards reprenant largement l'architecture du rapport CPSS/IOSCO.

Deux thèmes, particulièrement débattus lors de l'élaboration et de l'adoption des standards sont étroitement liés à l'approche fonctionnelle retenue dans le rapport. Le premier reflète dans les recommandations 6 (*Central Securities Depositories*) et 9 (*credit and liquidity risk control*) le champ d'activité possible d'un dépositaire central et la possibilité qui doit lui être donnée ou non d'exercer simultanément des activités bancaires porteuses de risques, dès lors que ces risques seraient gérés de façon appropriée. Sans se prononcer sur le fond du débat, le rapport SEBC/CESR prend acte du fait que Clearstream et Euroclear, notamment, exercent aujourd'hui cette activité bancaire, et définit, dans la recommandation 9, des mesures jugées pertinentes pour faire face à la situation de risque ainsi créée.

Le second point débattu a porté sur l'application d'un certain nombre de ces standards et notamment les standards 9 (contrôle des risques) et 7 (DVP), non seulement aux *Central Securities Depositories* (incluant les ICSD⁽¹⁾) mais également aux teneurs de compte-conservateurs qui jouent un rôle particulièrement important en raison des montants des avoirs en conservation et des flux traités dans le processus de règlement-livraison, et seraient donc à ce titre particulièrement porteurs de risque pour l'ensemble du système. Le rapport reconnaît que, pour ces teneurs de compte-conservateurs et agents de règlement significatifs, *significant custodians*, l'accord Bâle II sur le capital servira de base à leur régulation, tout en soulignant que des mesures de précaution additionnelles pourraient être mises en œuvre pour faire face aux risques spécifiques liés aux activités de règlement-livraison et non explicitement couverts par Bâle II.

Ce point ainsi que la définition des teneurs de compte-conservateurs significatifs doivent notamment faire l'objet de réflexions supplémentaires entre régulateurs, banques centrales et superviseurs bancaires dans le courant de l'année 2005, lors de l'élaboration de la méthodologie d'évaluation de ces standards. Cette

méthodologie qui s'inspirera de la méthodologie, CPSS/IOSCO, devrait être l'occasion de préciser et d'expliquer le contenu des standards qui n'entreront en vigueur qu'après sa finalisation.

À cette fin, il a été décidé de constituer six sous-groupes de travail qui se partageront l'examen approfondi des différents standards.

3 La réponse à la communication de la Commission européenne du 28 avril 2004 sur les activités de compensation et de règlement-livraison dans l'Union européenne

Dans le prolongement de plusieurs travaux antérieurs, notamment les deux rapports Giovannini sur « les obstacles à la mise en œuvre au niveau européen de procédures efficaces en matière de règlement-livraison transfrontières de titres », la Commission européenne a publié, le 28 avril 2004, une communication intitulée « Compensation et règlement-livraison dans l'Union européenne – Un plan pour avancer ». La Commission a invité l'ensemble des parties concernées, dont les autorités nationales de réglementation et de surveillance, à lui soumettre leurs observations avant le 30 juillet 2004.

Relevant que les processus de compensation et de règlement-livraison sont inefficients et coûteux dès qu'ils revêtent un caractère transfrontière, la Commission européenne propose un certain nombre d'initiatives concrètes pour pallier ce problème. La plus importante est la rédaction d'une directive⁽²⁾ cadre bâtie autour de trois principes : liberté de choix et d'accès, cadre réglementaire et prudentiel commun et définition de règles de gouvernance.

- La liberté de choix et d'accès : La Commission européenne n'entend pas prendre parti sur le choix entre les procédures d'intégration verticale ou horizontale qui sont laissées à la libre appréciation des forces du marché, et estime qu'il appartient au marché de s'organiser. Pour qu'aucune distorsion de concurrence n'entrave ce mécanisme, l'une des approches suggérées par la Commission européenne est que tous les acteurs qu'ils soient banques, prestataires d'investissement, dépositaires centraux, chambres de compensation etc., doivent être l'objet,

¹ International Central Securities Depositories.

² Au-delà de la directive, la communication de la Commission européenne propose la création d'un groupe consultatif et de suivi sur la compensation et le règlement-livraison au sein duquel la coordination entre les dispositions prises par le marché et celles prises par

les autorités de régulation et de surveillance devra être organisée. Ce groupe dont le CESR est membre, est présidé par la Commission. La Commission entend, de plus, traiter avec des groupes d'experts ad hoc les nombreuses questions d'ordre juridique, déjà identifiées dans

d'autres enceintes, qui devront être traitées à l'avenir dans le cadre de l'harmonisation des différents droits nationaux des titres. Entrent notamment dans ce cadre les questions de conflits de lois, de la nature des droits possédés par les investisseurs en relation avec les inscriptions comptables

chez leurs teneurs de compte-conservateurs, des modalités de transferts de ces droits, le droit des opérations sur titres et de la localisation des titres. Il en va de même pour les questions fiscales qui n'entrent pas directement dans le champ de compétence de l'AMF.

2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

dès lors qu'ils assurent une même fonction, d'une même régulation pour cette fonction : c'est l'approche dite fonctionnelle qu'on oppose traditionnellement à l'approche institutionnelle (ou d'infrastructures).

Complétant l'approche fonctionnelle des activités *post*-marché, la Commission européenne rappelle son attachement à la liberté de choix et d'accès à toutes les branches de l'activité. Ainsi tout intermédiaire ayant son siège en Europe doit pouvoir avoir accès à tout système de règlement-livraison ou à toute chambre de compensation installée en Europe. Tout marché doit pouvoir choisir librement la chambre de compensation, le ou les systèmes de règlement-livraison avec lesquels il entend travailler. Tout dépositaire central doit pouvoir entrer en concurrence pour le règlement-livraison avec les intermédiaires assumant cette fonction et réciproquement.

- Un cadre réglementaire et prudentiel commun : à cet égard, la Commission européenne est favorable, d'une part, à la fixation d'un cadre commun pour la coopération transfrontière entre les autorités nationales de contrôle (pour la surveillance des ensembles résultant de fusions ou de l'établissement de liens transfrontière) et, d'autre part, à la détermination d'exigences de fonds propres qui devraient être clairement liées aux fonctions exercées ainsi qu'au niveau de risque associé à ces fonctions (approche fonctionnelle). La directive devrait fixer les principes de haut niveau sur la gestion des risques et sur la protection des investisseurs.

Sur la gouvernance, la Commission européenne n'entend pas trancher entre les deux modèles de gouvernance, un modèle fondé sur la propriété des infrastructures par les usagers sous leur contrôle et un modèle basé sur la logique des entités à but lucratif.

Toutefois il est prévu, selon la communication, de préciser les principales composantes de la gouvernance devant régir les relations entre toutes les parties intéressées dont les intérêts peuvent être parfois contraires. La communication aborde la problématique des groupes développant à la fois des services d'intermédiaires et d'infrastructures et des risques de

distorsion de concurrence liés à la proximité au sein des groupes de différentes fonctions.

L'AMF a proposé d'alimenter la réflexion de la Direction du Trésor afin qu'elle puisse élaborer une réponse concertée entre autorités françaises et ceci en insistant sur les points suivants :

- les concepts employés par la Commission doivent être précisés afin, notamment, de limiter strictement la possibilité de prise de risques bancaires. Relevant que l'utilisation des concepts de « système de compensation » et de « système de règlement-livraison » n'était pas satisfaisante, il a été proposé de rechercher un accord sur des définitions très précises des fonctions pour ne pas assimiler des acteurs différents sous une même fonction, en particulier dans le domaine très technique de la compensation et du règlement-livraison. Dans ce cadre, d'autres définitions devaient être précisées, notamment celles des fonctions de dépositaire central, de gestionnaire de système de règlement et de livraison de titres, d'agent de règlement, de teneur de compte-conservateur, de chambre de compensation, de contrepartie centrale et d'adhérent compensateur. Ces définitions correspondent à des fonctions clairement distinctes et qui doivent être identifiées comme telles dans une future directive cadre.

Au-delà de ce premier travail, il paraît indispensable que les définitions retenues par la Commission européenne permettent de distinguer les acteurs dont la fonction principale est de porter un risque de nature bancaire, en particulier les teneurs de compte-conservateurs, les agents de règlement, les chambres de compensation, les contreparties centrales et les membres compensateurs, de ceux qui n'ont pas vocation à le faire, en particulier pour des raisons prudentielles, comme les dépositaires centraux et les gestionnaires de système de règlement et de livraison. Il est indispensable que des limites précises et efficaces soient mises en place pour qu'une même personne ne puisse assumer à la fois des fonctions impliquant la prise d'un risque de nature bancaire et des fonctions de dépositaire central ou de gestionnaire du système ;

- la future directive doit fixer les grands principes garantissant la concurrence entre tous les acteurs. Elle devrait également prévoir les dispositions permettant de prévenir les pratiques contraires aux principes de la concurrence et de faciliter leur application. Elle devrait notamment rappeler la distinction qui doit être faite, au sein d'un même groupe, entre les personnes exerçant des fonctions et offrant des services de nature bancaire et celles qui exercent des fonctions de dépositaire central ou de gestionnaire de système de règlement et de livraison de titres. De plus, les autorités de surveillance et de supervision concernées doivent être en mesure de saisir les autorités de la concurrence de toute pratique, notamment tarifaire, qui pourrait constituer un obstacle au libre accès ou une infraction aux règles de la concurrence ;
- un cadre précis doit être fixé pour la supervision de l'ensemble de ces acteurs. Il convient de distinguer les acteurs bancaires, dont la supervision doit s'inscrire dans le cadre existant des règles prudentielles (notamment les teneurs de compte-conservateurs, les chambres de compensation et leurs adhérents) et les personnes gérant des systèmes (dépositaire central, gestionnaire de système de règlement-livraison) dont les modalités de coordination de la surveillance devront être prévues dans le cadre de la future directive.

2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

2 Le plan européen d'action pour les services financiers

A L'échéancier de la transposition des directives européennes

Calendrier de transposition des directives adoptées par le Parlement européen et le Conseil dans le cadre du Plan d'action pour les services financiers de la Commission européenne.

DIRECTIVES ET RÈGLEMENTS ADOPTÉS	DATES AVANT LESQUELLES LES ÉTATS MEMBRES DOIVENT TRANSPOSER LES DIRECTIVES ⁽¹⁾	ÉTAT D'AVANCEMENT DE LA TRANSPOSITION EN FRANCE ⁽²⁾
ABUS DE MARCHÉ		
<p>Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché</p> <p>Mesures techniques d'application de la directive :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Directive 2004/72/CE de la Commission du 29 avril 2004 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les pratiques de marché admises, la définition de l'information privilégiée pour les instruments dérivés sur produits de base, l'établissement de listes d'initiés, la déclaration des opérations effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et la notification des opérations suspectes - Directive 2003/124/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché - Directive 2003/125/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts - Règlement (CE) 2273/2003 de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les dérogations prévues pour les programmes de rachat et la stabilisation d'instruments financiers 	12 octobre 2004	<ul style="list-style-type: none"> - Loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003. - Le dispositif législatif sur les abus de marché sera complété par : <ul style="list-style-type: none"> * le projet de loi portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers, présenté au Conseil des ministres du 24 mars 2005 ; * le projet de loi pour la confiance et la modernisation de l'économie, présenté au Conseil des ministres du 13 avril 2005. - Règlement général de l'AMF homologué par arrêté publié au Journal officiel le 24 novembre 2004. - La transposition dans le règlement général de l'AMF sera complétée dès la publication des lois pré-citées.

¹ Les règlements européens sont d'application immédiate.

² A la date de rédaction du présent rapport : 20 avril 2005.

DIRECTIVES ET RÈGLEMENTS ADOPTÉS	DATES AVANT LESQUELLES LES ÉTATS MEMBRES DOIVENT TRANSPOSER LES DIRECTIVES ⁽¹⁾	ÉTAT D'AVANCEMENT DE LA TRANSPOSITION EN FRANCE ⁽²⁾
PROSPECTUS		
<p>Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 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, et modifiant la directive 2001/34/CE</p> <p>Mesures techniques d'application de la directive :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Règlement (CE) 809/2004 de la Commission du 29 avril 2004 mettant en œuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel. 	1 ^{er} juillet 2005	<ul style="list-style-type: none"> - Le dispositif législatif relatif au prospectus sera complété par le projet de loi pour la confiance et la modernisation de l'économie présenté au Conseil des ministres du 13 avril 2005. - Transposition prévue dans le règlement général de l'AMF dès publication de la loi.
MARCHÉS D'INSTRUMENTS FINANCIERS (MIF)		
<p>Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil.</p>	30 avril 2006 ⁽³⁾	<ul style="list-style-type: none"> - Projet de loi à venir. - Transposition prévue dans le règlement général de l'AMF dès publication de la loi.
OFFRES PUBLIQUES D'ACQUISITION (OPA)		
<p>Directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition.</p>	21 mai 2006	<ul style="list-style-type: none"> - Le dispositif législatif et le règlement général de l'AMF seront modifiés avant mai 2006.
TRANSPARENCE		
<p>Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE.</p>	20 janvier 2007	<ul style="list-style-type: none"> - Les dispositions sont intégrées dans le projet de loi pour la confiance et la modernisation de l'économie présenté au Conseil des ministres du 13 avril 2005. - Transposition prévue dans le règlement général de l'AMF avant janvier 2007.

Source : AMF

¹ Le Parlement et le Conseil doivent décider au cours du 2^e trimestre 2005 de décaler le calendrier de mise en œuvre :
 - les États devraient avoir adopté les mesures législatives et réglementaires pour le 30 octobre 2006 ;

- les prestataires de services d'investissement et les opérateurs de marché devraient avoir adapté leur organisation pour se conformer aux dispositions nouvelles, pour le 30 avril 2007.

2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

B La directive offres publiques d'acquisition (OPA)

Après quatorze années de négociations, la directive concernant les offres publiques d'acquisition a été adoptée par le Conseil et le Parlement européens. Publiée au Journal officiel de l'Union européenne le 30 avril 2004, elle est entrée en vigueur le 21 mai 2004 et doit être transposée au plus tard le 21 mai 2006.

Si, d'une manière générale, les principes fondamentaux qu'elle pose sont similaires à ceux qui régissent le droit français des offres publiques d'acquisition⁽¹⁾, la directive présente la particularité de rendre optionnelle l'application de deux articles clés, les articles 9 et 11, respectivement relatifs aux conditions de mise en œuvre des mesures de défense anti-OPA et au principe de neutralisation des restrictions, tout en prévoyant des arrangements facultatifs en son article 12.

L'article 12 permet, en effet, aux États membres de ne pas imposer aux sociétés établies sur leur territoire l'application du principe de la compétence exclusive de l'assemblée générale des actionnaires réunie pendant l'offre pour autoriser la mise en œuvre de défenses anti-OPA (article 9) et celui de la neutralisation, en période d'offre ou à l'issue de l'offre, des clauses restrictives de transferts de titres et de droits de vote, ainsi que des droits de vote multiple (article 11).

Dans cette hypothèse, les États membres doivent ouvrir à leurs sociétés l'option d'appliquer ces principes sur une base volontaire, sous réserve d'y avoir été autorisées par les actionnaires réunis en assemblée générale extraordinaire, étant précisé que cette autorisation doit être renouvelée tous les dix-huit mois.

Enfin, quelle que soit leur décision d'appliquer ou non les principes posés aux dits articles, les États membres peuvent autoriser leurs sociétés à ne pas les appliquer lorsqu'elles font l'objet d'une offre lancée par une société (ou sa filiale) qui ne les appliquerait pas, en introduisant dans leur législation nationale une clause de réciprocité.

L'ensemble des options offertes par la directive aux États membres a conduit le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie à confier à Jean-François Lepetit, ancien Président de la COB et du CMF, la mission de constituer un groupe de travail chargé de réfléchir sur les choix offerts et leurs conséquences dans la perspective de la transposition de la directive en France.

Ce groupe de travail, composé de Jean-Louis Beffa, Président-directeur général de la Compagnie de Saint-Gobain, de Gérard de la Martinière, Président de la FFSA⁽²⁾ et de Dominique Schmidt, professeur agrégé des facultés de droit et avocat aux barreaux de Paris et de Strasbourg, s'est réuni pour la première fois en décembre 2004.

Le groupe de travail devrait rendre son rapport au ministre pour la fin du premier semestre 2005.

C La directive marchés d'instruments financiers (MIF)

Publiée au Journal officiel de l'Union européenne du 30 avril 2004, la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF) remplace la directive sur les services d'investissement (DSI), adoptée en 1993. Instrument essentiel de la réalisation du marché unique des services financiers, la DSI avait mis en place le passeport européen pour les prestataires de services d'investissement et établi la notion de marché réglementé, élément central de la réglementation européenne en matière de marchés de valeurs mobilières.

Élaborée dans le cadre de la procédure Lamfalussy, la MIF est une directive cadre destinée à être complétée par des mesures d'exécution adoptées par voie de comitologie, sur la base de propositions faites à la Commission européenne par les régulateurs réunis au sein du CESR.

1 L'architecture de marché

La directive MIF met en place un cadre global d'exécution des ordres destiné à permettre la concurrence en Europe entre marchés réglementés, plates-formes multilatérales⁽³⁾ et systèmes internes de

¹ Rapport annuel 2003 de l'AMF, pages 42 et 43.

² FFSA : Fédération française des sociétés d'assurance.

³ ou MTF: Multilateral Trading Facility.

négociation. La concurrence ainsi introduite par la MIF entre les différents lieux d'exécution devrait aboutir à l'amélioration de la qualité et du coût de l'exécution des ordres et bénéficier en premier lieu aux investisseurs. Toutefois, cette nouvelle organisation des marchés d'instruments financiers est porteuse d'une série de risques en termes d'efficience des marchés et de protection des investisseurs. Ainsi, il doit être souligné que la mise en concurrence des lieux d'exécution est susceptible de conduire à une fragmentation du marché, et donc à une détérioration de la liquidité, qui, à son tour, induit un risque de détérioration du processus de formation des prix. À ceci s'ajoute un risque de moins bonne accessibilité des investisseurs à l'information nécessaire à leur décision d'investissement. En outre, la multiplicité des lieux de négociation rend plus difficiles l'appréciation de la qualité d'exécution des ordres et la détection d'infractions par les autorités de surveillance du marché. Enfin, l'internalisation des ordres peut introduire un risque de conflit d'intérêts au sein des entités qui exécuteront les ordres de leurs clients par voie d'internalisation.

Pour réduire ces risques, il était important de mettre en place un certain nombre de garde-fous afin d'assurer l'efficience du marché et de préserver les intérêts des investisseurs.

a) Les principaux objectifs des règles de transparence

La directive prévoit des conditions équivalentes en termes d'accès et d'obligations de transparence pré et post-négociation⁽¹⁾, de façon à assurer la comparabilité des conditions offertes par les marchés réglementés et les plates-formes multilatérales⁽²⁾.

S'agissant des systèmes internes, par définition discrétionnaires, où les ordres « répondus » par l'intermédiaire ne parviennent pas jusqu'au marché central et ne contribuent donc pas à la formation des prix, il était fondamental d'éviter que ces systèmes ne deviennent des poches de liquidité opaques qui porteraient atteinte à la liquidité globale et à l'efficacité du processus de formation des prix. Les systèmes internes sont donc eux aussi soumis à des obligations de transparence pré-négociation et devront donc rendre publiques les conditions d'achat et de vente des instruments financiers disponibles.

b) Les principales règles de traitement des ordres des clients

Pour assurer un lien entre les systèmes internes et les marchés au sens large, outre les règles de transparence, la directive prévoit la diffusion des informations concernant les ordres « à cours limité » que ces systèmes ne peuvent exécuter immédiatement, notamment vers les systèmes multilatéraux. Ainsi, un internalisateur ne pouvant exécuter immédiatement un tel ordre devra en faciliter l'exécution la plus rapide en le rendant immédiatement public selon des modalités facilement accessibles aux autres participants. Tout en protégeant les intérêts du donneur d'ordre, cette disposition a été conçue de manière à ne pas amoindrir l'efficacité du processus de formation des prix.

c) La règle de meilleure exécution

La règle de meilleure exécution est un élément essentiel de la protection des investisseurs et d'efficience des marchés. Le dispositif prévu par la directive MIF repose sur une comparaison « multicritère » des transactions, prenant en compte l'ensemble des coûts (prix de l'instrument financier et coûts, dont commissions) ainsi que la qualité de l'exécution, en particulier la rapidité et la probabilité de réalisation et de dénouement de la transaction, la taille et la nature de l'ordre et tout autre critère pertinent à sa bonne exécution.

Le respect de cette règle passe notamment par la mise en place, par les prestataires de services d'investissement d'une politique d'exécution des ordres – dont le client est informé et à laquelle il donne son consentement préalable. Il passe également par la surveillance, par l'intermédiaire, de l'efficacité de sa politique d'exécution, de façon à remédier aux éventuelles déficiences.

2 L'offre de services d'investissement

a) Les innovations introduites par la MIF

La réforme majeure qui porte sur l'architecture des marchés est assortie d'autres innovations. Ainsi, la réforme de la DSI a été mise à profit pour étendre le champ de la directive, tant en termes de services que d'instruments financiers couverts :

¹ Il s'agit des informations fournies par le système de négociation sur les intérêts en présence : ordres à l'achat et à la vente, offre à l'achat et à la vente d'un teneur de compte (pré-négociation) et sur les transactions (post-négociation).

² La directive dispose en son sixième considérant que « Les notions de "marché réglementé" et de "MTF" devraient être définies, et [que] ces définitions devraient être étroitement alignées l'une sur l'autre, pour qu'il apparaisse qu'elles recouvrent les mêmes fonctions de négociation organisée. Elles devraient exclure les systèmes bilatéraux dans le

cadre desquels une entreprise d'investissement intervient, pour chaque négociation pour compte propre et non en tant qu'intermédiaire, sans assumer de risque, entre l'acheteur et le vendeur. Le terme "systèmes" englobe tous les marchés qui se composent d'un ensemble de règles et d'une plate-forme de négociation, ainsi que ceux dont le fonctionnement

repose uniquement sur un ensemble de règles. Les marchés réglementés et les MTF ne sont pas tenus de gérer un système "technique" pour la confrontation des ordres. Un marché qui se compose uniquement d'un ensemble de règles régissant les aspects liés à l'admission des membres, à l'admission des instruments aux négociations, aux négociations entre les

membres, à la notification des transactions et, le cas échéant, aux obligations de transparence, est un marché réglementé ou un MTF au sens de la présente directive et les transactions conclues sous l'empire de ces règles sont réputées conclues en vertu d'un système de marché réglementé ou d'un MTF ».

2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

- le conseil en investissements devient un service d'investissement ;
- un nouveau service auxiliaire est introduit : la « recherche en investissements et l'analyse financière ou toute autre forme de recommandation générale concernant les transactions sur instruments financiers » ;
- des modalités particulières d'offre du service de réception/transmission d'ordres ou d'exécution d'ordres sans conseil (ou *execution only*) ont été introduites au cours des négociations du texte proposé par la Commission ;
- la directive couvre désormais les dérivés sur marchandises.

b) Les mesures de protection des investisseurs

Un certain nombre de règles destinées à garantir la protection des investisseurs encadrent ces innovations.

Les règles de conduite et autres règles que les prestataires doivent appliquer lorsqu'ils fournissent des services d'investissement à leurs clients ont été adaptées au nouveau paysage des services et activités d'investissement. En particulier par l'introduction de l'obligation d'exécution au mieux (article 21) et des règles concernant le traitement des ordres des clients (article 22). Ces principes s'ajoutent aux exigences organisationnelles prévues à l'article 13 de la MIF, notamment celles relatives aux règles de conformité et de déontologie et à la prévention des conflits d'intérêts. Ces dernières sont complétées par des règles spécifiques à la gestion des conflits n'ayant pu être évités par les mesures organisationnelles (article 18). Les règles de conduite figurant dans la DSI ont été précisées en particulier en ce qui concerne l'information due au client et le devoir de conseil. L'encadrement du service d'exécution simple répond également à des conditions expressément définies par le texte. En outre, la nouvelle directive prévoit une application différenciée des règles de conduite selon la nature du client – investisseur particulier ou investisseur professionnel.

Par ailleurs, l'obtention de l'accord préalable du client pour l'exécution des ordres hors marché réglementé ou sur une plate-forme multilatérale est désormais nécessaire. Il s'agit là d'une règle fondamentale dans les États où l'internalisation, qui n'était possible que dans certaines circonstances, devient un mode d'exécution comme un autre. La directive prévoit aussi la nécessité d'établir des normes visant à prévenir les conflits d'intérêts.

3 Les dispositions en matière de surveillance et de coopération entre autorités compétentes

a) Le renforcement de la surveillance et de la coopération

Les dispositions relatives à la surveillance des marchés ont été renforcées de façon à permettre aux régulateurs d'assurer effectivement une surveillance intégrée dans l'environnement de marché qui résultera de la nouvelle directive. En effet, plus le nombre de systèmes sur lesquels peut être exécutée une transaction sur un titre donné est important, plus la surveillance des transactions (détection d'infractions comme la manipulation de cours ou le non-respect de la règle de meilleure exécution) sera difficile. La directive MIF introduit donc les dispositions suivantes :

- le régime de déclaration des transactions effectuées est complété de façon à assurer la bonne information de tous les régulateurs concernés par l'activité d'un intermédiaire ;
- le régime de coopération entre autorités dans le cadre des activités de surveillance et d'enquêtes a été modifié pour prévoir expressément la possibilité, pour les autorités en charge de la surveillance d'un marché réglementé, de s'adresser directement aux prestataires de services d'investissement membres à distance de ce marché situés dans un autre État membre, l'autorité compétente de cet État en étant informée ;
- des dispositions particulières ont été prévues pour permettre, dans certaines circonstances, la mise en place de modalités adaptées de coopération entre autorités concernées par les opérations transfrontières d'un marché réglementé.

b) La clarification des pouvoirs des autorités

La directive MIF clarifie les responsabilités des autorités compétentes et renforce les dispositions concernant l'échange d'informations entre régulateurs ainsi que les obligations d'assistance mutuelle et de coopération entre autorités et les adapte au nouvel environnement de marché créé par la MIF. La directive vise également à faire converger les pouvoirs dont disposent les autorités compétentes, afin de renforcer les procédures d'exécution des règles dans l'ensemble de l'Union. Les pouvoirs des autorités et les sanctions qu'elles peuvent prendre s'inspirent des dispositions en la matière des directives prospectus et abus de marché.

4 Les travaux de comitologie

Dès le printemps 2003, sans attendre l'obtention des mandats définitifs de la part de la Commission⁽¹⁾, le CESR a constitué trois groupes d'experts et un groupe de pilotage, composé des présidents des trois groupes d'experts et présidé par Arthur Docters van Leeuwen, Président de l'AFM, l'autorité de régulation des Pays-Bas, et du CESR, afin de coordonner les travaux des trois groupes. Il s'est également entouré de participants de marché, réunis au sein d'un groupe consultatif auprès duquel les groupes de travail confrontent leurs pistes de réflexion.

Les travaux de comitologie sont organisés selon les principales échéances suivantes :

- la Commission a transmis ses mandats au CESR en deux temps : le 20 janvier 2004, elle publiait un mandat provisoire demandant un avis technique au CESR pour le 31 janvier 2005 et le 25 juin 2004, elle ajoutait une demande d'avis complémentaire sur d'autres points de la directive pour le 30 avril 2005 ;
- le CESR a publié un premier document de consultation sur le premier jeu de mandats⁽²⁾ le 17 juin 2004, pour une période de trois mois, à l'exclusion des développements relatifs à la règle de meilleure exécution et à la transparence de marché pour lesquels la Commission a allongé le délai dont dispose le CESR pour rendre son avis au 30 avril 2005. Un deuxième document de consultation sur ce premier jeu de mandats a été publié le 17 novembre 2004.

a) Le groupe « intermédiaires »

Le groupe de travail « intermédiaires » dirigé par Callum McCarthy, Président de la FSA britannique, avait pour mission d'élaborer des avis, à transmettre à la Commission européenne le 31 janvier 2005, sur les mesures d'application de la directive MIF dans deux domaines : d'une part, les exigences organisationnelles applicables aux prestataires de services d'investissement (article 13) et, d'autre part, les obligations d'information des prestataires envers leurs clients (articles 19-2 et 19-3). Le CESR a donc publié un premier document de consultation en juin 2004, suivi d'un second document en novembre sur les problématiques les plus controversées.

L'article 13 pose des principes en matière d'organisation des intermédiaires en ce qui concerne la fonction de conformité, les systèmes et contrôles (dont le contrôle des risques), l'externalisation, la conservation des documents, la protection des titres et fonds des clients, et les conflits d'intérêts.

Les propositions les plus marquantes du CESR à cet égard ont trait à l'indépendance de la fonction de conformité, à l'obligation de contrôle en cas de sous-traitance des fonctions opérationnelles ou des services d'investissement, à l'enregistrement des ordres reçus par téléphone et à l'obligation pour tout intermédiaire d'établir une politique en matière de conflits d'intérêts de nature à assurer le respect de l'article 13-3 selon lequel « toutes les mesures raisonnables » doivent être prises afin de gérer les conflits d'intérêts de manière à éviter que les intérêts des clients ne soient lésés.

L'article 19-2 de la directive MIF prévoit que toutes les informations adressées aux clients ou aux clients potentiels doivent être claires et non trompeuses, l'article 19-3 précisant que les informations communiquées à ces clients doivent leur permettre de comprendre notamment « le type spécifique d'instruments financiers proposés ainsi que les risques y afférents ».

Concernant l'information des clients, la proposition du CESR attache une importance particulière à la qualité des communications commerciales (publicités sous toutes leurs formes), préconise que la plupart des mesures de niveau 2 s'appliquent aux seuls clients non professionnels et prévoit des informations précises seulement sur certains produits tels que les instruments dérivés tout en rendant obligatoire la communication au client d'une mise en garde pour des situations plus variées (titres illiquides, achats à crédit, etc.), étant rappelé que le caractère adapté des produits commercialisés fera l'objet d'un avis ultérieur du CESR au titre des articles 19-4 et 19-5 de la directive MIF.

Ce second avis, qui devait être rendu pour le 30 avril 2005, proposera aussi des mesures d'application pour l'obligation d'assurer la *best execution* des ordres des clients (article 21 de la directive).

¹ Les premiers mandats provisoires (en attendant l'adoption de la directive) ont été publiés le 20 janvier 2004 par la Commission.

² Réf. CESR/04-261b.

2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

b) Le groupe « marchés »

Le groupe « marchés » présidé jusqu'à l'été 2004 par Jacob Kaptein (AFM), puis par Karl Burkhard Caspari (BaFin) avait pour mission d'élaborer des avis sur les articles de la directive MIF ayant trait à l'obligation de transparence pré et *post*-négociation (articles 22.2, 28, 29, 30, 44 et 45), à la définition et aux obligations incombant aux internalisateurs systématiques (article 2) ainsi qu'à l'admission aux négociations des instruments financiers sur un marché réglementé.

En juin 2004, le groupe de travail a publié un premier document de consultation portant sur les informations pré-négociation à publier par les marchés réglementés et les systèmes multilatéraux de négociations (MTF), en prévoyant notamment, pour les systèmes dirigés par les ordres, une diffusion de l'ensemble du carnet d'ordres, et pour les systèmes dirigés par les prix, l'ensemble des prix offerts et demandés par les teneurs de marché sur une même valeur. Les réponses à la consultation ont fait apparaître des réserves sur l'approche à la fois très exhaustive sur le contenu de l'information et très précise dans la description des modèles de marché ; le second document de consultation publié en mars 2005 avant approbation de l'avis final par CESR fin avril 2005 tient compte assez nettement de ces remarques.

S'agissant des informations « *post*-négociation » à publier à la fois par les marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation et les intermédiaires internalisant l'exécution des ordres, les principaux points de discussion ont porté sur le délai de publication de ces informations (dans toute la mesure du possible en temps réel), et sur la nécessité éventuelle de demander aux marchés réglementés et aux systèmes multilatéraux de publier des données agrégées. Il s'agissait également de savoir dans quelles conditions un intermédiaire peut utiliser son propre site Internet pour diffuser des informations « *post*-négociation » ou bien s'il doit être incité à utiliser des vecteurs de diffusion de l'information tels les systèmes de rediffusion d'information (type Bloomberg et Reuters) ou les systèmes de diffusion des données des marchés réglementés.

Par ailleurs, il a été proposé trois différentes méthodes de calcul de la taille des transactions à considérer comme élevées par rapport à la taille habituelle des transactions pour une valeur donnée (transactions de blocs), éligible, d'une part, à la dérogation à l'obligation d'affichage des ordres et, d'autre part, à une publication différée.

L'arbitrage des méthodes devra être fait entre celles assez précises mais nécessitant d'importants traitements de données, et celles peut-être plus approximatives mais qui auront le bénéfice de la simplicité et de la lisibilité.

Enfin, pour ce qui est de l'admission à la négociation des instruments financiers sur un marché réglementé, le document de consultation s'en tient à une approche extrêmement générale, limitant son projet d'avis aux actions et aux instruments à terme. Cette première approche devrait être complétée dans les mois à venir.

En novembre 2004, a été publié le premier document de consultation afférent aux articles 22.2 (affichage des ordres à cours limité) et surtout 27 (internalisateurs systématiques). Dans ce document, le groupe de travail s'attache à proposer des faisceaux d'indices qualitatifs permettant de mieux cerner la définition de l'activité d'internalisation systématique, les termes de « organisée, fréquente et systématique » qualifiant l'internalisation systématique dans la directive.

L'autre exercice, particulièrement délicat, consiste à définir les titres ayant un marché liquide, pour la négociation desquels les internalisateurs sont tenus d'afficher des prix à l'achat et/ou à la vente pour le montant de leur choix, jusqu'à la taille standard de marché. Le document de consultation présente plusieurs approches pour cette mesure de liquidité (appartenance à un indice national ou européen, critères individuels liés au nombre et au volume de négociation, au *spread*, au taux de rotation).

L'introduction de cette activité d'internalisation systématique est l'une des grandes nouveautés de la directive MIF par rapport à la directive sur les services d'investissement, et a fait l'objet d'intenses débats lors de l'adoption de la directive. Le texte, qui résulte d'un consensus politique, laisse à traiter nombre de sujets techniques dont les enjeux ne doivent pas être sous-estimés.

c) Le groupe « surveillance des marchés et coopération »

Dans le cadre des travaux de comitologie, le groupe d'experts « surveillance des marchés et coopération », présidé par Michel Prada, a poursuivi et conclu ses travaux selon les orientations suivantes.

• **Déclarations des transactions aux autorités compétentes (article 25)**

Il revenait au CESR de définir les méthodes et modalités à appliquer pour déclarer les transactions financières, la forme et le contenu à donner à ces déclarations, et les critères permettant de définir un marché pertinent en termes de liquidité.

La directive oblige les prestataires de services d'investissement à déclarer à leur autorité compétente⁽¹⁾ les transactions réalisées, quel que soit le système de négociation utilisé. Elle impose, par ailleurs, que l'autorité compétente du marché le plus pertinent en termes de liquidité reçoive également les informations liées aux déclarations de transactions.

Le groupe d'experts a retenu une approche à double niveau pour ce qui concerne le contenu des déclarations :

- définition d'un contenu minimum commun, en termes d'informations, que tout prestataire de services d'investissement devra déclarer à son autorité compétente et ce, quel que soit le système déclaratif retenu par l'État membre (directement par le prestataire de services d'investissement ou utilisation des dispenses contenues dans la directive), dont le format sera déterminé au niveau national en s'appuyant dans la mesure du possible sur les systèmes déclaratifs existants ;
- détermination, sur cette base, des informations que les autorités seront amenées à s'échanger, de manière systématique et selon un format et/ou une norme commune. La directive dispose que l'autorité compétente du marché le plus pertinent en termes de liquidité (pour une succursale de prestataire de services d'investissement) l'autorité compétente du pays d'origine de cette entreprise d'investissement reçoivent les informations relatives aux déclarations de transactions, il a été proposé que l'autorité compétente du pays où la transaction a été exécutée en soit également destinataire.

Les informations qui devront être déclarées par les prestataires de service d'investissement pour chaque transaction doivent permettre, entre autres, d'identifier la transaction (date, heure, n° de référence) et ses caractéristiques (prix négocié ; quantité échangée ; système de négociation utilisé ; effectué pour compte propre ou compte de tiers, etc.), le prestataire de

services d'investissement concerné et l'instrument financier ayant fait l'objet de la transaction et la contrepartie à la transaction. L'inclusion d'un champ obligatoire permettant l'identification du client à l'aide d'un code, unique au sein de chaque prestataire de services d'investissement ne sera possible que s'il est requis explicitement par la loi nationale de l'État membre.

S'agissant de la reconnaissance des systèmes de diffusions, le groupe d'experts a dressé une liste des principes, conditions et critères minimaux à remplir par tout système :

- établissement des déclarations sous forme électronique (sauf cas exceptionnel autorisé par l'autorité compétente) ;
- capacité de délivrer l'information requise, en temps voulu, de façon sécurisée et assurant la confidentialité ;
- possibilité de procéder à la correction des déclarations préalablement effectuées mais qui s'avèrent erronées ;
- fiabilité et qualité du système (mécanisme de contrôle, de validation) ainsi que l'existence de mesures de précaution en cas de pannes ;
- déclaration du contenu minimum dans les formats et selon des normes fixées au niveau national ainsi que toute autre information spécifique que pourrait exiger l'autorité compétente.

Enfin, le CESR a, dès octobre 2004, mandaté un groupe d'experts pour lui fournir des propositions sur les conditions de mise en place d'un système d'échange d'informations efficace entre régulateurs. L'objectif du CESR est de parvenir à mettre en œuvre des mesures de niveau 3 qui permettront notamment de préciser les formats et normes applicables à l'échange d'informations entre les autorités compétentes ainsi que les modalités techniques et systèmes à mettre en place pour y parvenir

• **La coopération entre autorités concernées par le fonctionnement d'un marché opérant de façon transfrontière (article 56-2)**

Il revenait au CESR de proposer des critères permettant de déterminer les éléments mesurant l'importance de l'activité transfrontière d'un marché et ses effets sur la protection des investisseurs rendant nécessaire la coopération entre autorité. L'article 56-2 prévoit en effet que, dans de telles circonstances, des dispositifs de coopération proportionnés doivent être mis en

¹ En principe, autorité du pays d'origine de l'entreprise d'investissement et, pour les succursales, autorité du pays où est implantée une succursale.

2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

place par les autorités des États membres d'origine et d'accueil compétentes pour ce marché réglementé. Le groupe d'experts a établi une liste indicative de facteurs quantitatifs et qualitatifs à considérer ainsi que les éléments permettant de les mettre en perspective avec le contexte dans l'État membre d'accueil.

La proposition du groupe d'experts a recensé les situations pour lesquelles l'article 56-2 peut être invoqué par une autorité compétente, notamment au regard de l'accès à la négociation à distance par des prestataires de services d'investissement de l'État d'accueil, de l'admission à la négociation d'instruments financiers d'émetteurs de l'État d'accueil et lorsqu'une entreprise de marché gère plusieurs marchés réglementés dans plusieurs États membres.

• La coopération (article 58)

Le groupe d'experts s'est efforcé de prendre en compte les travaux déjà réalisés ou en cours au sein du CESR et notamment de CESR-Pol (en particulier, l'accord de coopération entre les membres du CESR).

L'article 58 posant un principe général de coopération entre autorités compétentes, trois types d'échanges d'information ont été identifiés :

- l'envoi automatique ne nécessitant aucune requête auprès d'une autre autorité (déclaration des transactions ; notification d'établissement ou de libre prestation de service, etc.) ;
- la transmission d'informations dans le cadre de procédures de consultation ou d'information réciproque envisagées dans la directive ;
- la transmission sur requête écrite, quand cela est nécessaire aux autorités pour l'exercice de leurs obligations (enquêtes, etc.).

En outre, le principe de mécanismes renforcés entre deux autorités pour mettre en œuvre ces échanges d'informations entre autorités compétentes a été retenu, prenant en compte le caractère routinier de l'information, le détail des procédures devant être déterminé au niveau 3 par le CESR. Cette approche pragmatique et opérationnelle devrait permettre d'assurer la flexibilité nécessaire au regard de l'obligation, imposée par la directive aux autorités compétentes, de se communiquer « sans délai » l'information requise pour l'exécution de leurs missions (article 58-1).

L'échange d'informations devra s'effectuer par l'intermédiaire des autorités désignées comme point de contact, unique au sein de chaque État membre, le CESR recommandant que ses membres soient désignés comme tels.

D La directive prospectus

La directive 2003/71/EC 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 (JOUE), le 31 décembre 2003.

Le règlement d'application n° 809/2004 (niveau 2), élaboré sur la base de l'avis technique transmis par le CESR, a été adopté par la Commission européenne le 29 avril 2004 et publié au JOUE le 30 avril 2004. Ce règlement contient des mesures d'exécution détaillées relatives aux informations spécifiques à inclure dans un prospectus ainsi que des schémas définis en fonction des titres émis, et dans une moindre mesure de la nature de l'émetteur. Le texte étant d'harmonisation maximale, les États membres ne pourront pas aller au-delà des obligations d'information établies dans le cadre de ces schémas. Ce règlement sera applicable le 1^{er} juillet 2005, soit à la date limite de transposition par les États membres de la directive prospectus.

Le CESR a mandaté un groupe d'experts composé de régulateurs dit « groupe prospectus », qui, aidé sur un certain nombre de points comptables par CESR-Fin, a publié fin juin 2004 un projet de recommandation soumis à consultation publique jusqu'au 18 octobre 2004. Les recommandations ont été publiées le 10 février 2005⁽¹⁾.

L'objectif principal de ces recommandations est d'éviter des interprétations différentes des règles selon les États membres et de faciliter la compréhension de certains éléments du règlement, mais non d'imposer des obligations supplémentaires aux émetteurs.

Elles s'organisent en trois parties :

- une partie des recommandations a pour objectif d'assurer la coordination entre les autorités compétentes concernant l'application de l'article 23 du règlement. Cet article dispose que « lorsque les

¹ CESR/05-054b.

activités de l'émetteur relèvent de l'une des catégories visées à l'annexe XIX, l'autorité compétente de son État membre d'origine, tenant compte de la nature spécifique desdites activités, peut exiger la fourniture d'informations adaptées, en plus de celles prévues dans les schémas [...] y compris, le cas échéant, une évaluation des actifs de l'émetteur ou un autre rapport d'expert y afférent ».

La liste des émetteurs visés par cet article est la suivante : sociétés immobilières, sociétés minières, sociétés d'investissement, sociétés spécialisées dans la recherche scientifique, *start-up*, sociétés de navigation ;

- une deuxième partie a trait à la clarification de certains points prévus dans les schémas de niveau 2 sur l'information non financière et porte notamment sur : l'historique du capital social de l'émetteur, la description des droits attachés à chaque catégorie d'actions, les informations à inclure dans le document d'enregistrement relatif aux titres émis par des organismes de placement collectif de type fermé, les opérations avec des parties liées, etc. ;
- enfin des recommandations relatives à l'information financière ont été formulées. Les principaux thèmes traités sont les suivants : précisions concernant les critères déclenchant l'obligation de présentation de comptes *pro forma*, l'information à présenter dans le prospectus concernant les résultats prévisionnels, la présentation des comptes pour les émetteurs ayant des « comptes historiques complexes », l'introduction d'exemples en matière d'information prévisionnelle, de manière à déterminer ce qui relève des prévisions, objectifs, tendances, etc.

E La directive abus de marché

Les dispositions de la directive abus de marché et de ses directives d'application ont été, en grande partie, transposées dans la première version du règlement général de l'AMF publiée au Journal officiel du 24 novembre 2004.

La directive abus de marché définit l'information privilégiée et les manipulations de marché. Elle interdit à toute personne qui détient une information privilégiée de l'utiliser pour acquérir ou céder des instruments financiers auxquels se rapporte cette information, de la communiquer à un tiers en dehors du cadre normal de son travail ou de recommander d'acquérir ou de céder des instruments financiers. Elle interdit également à toute personne de procéder à des manipulations de marché.

La directive abus de marché impose en outre aux émetteurs de rendre publiques, dès que possible, les informations privilégiées et d'établir une liste des personnes ayant accès à des informations de cette nature ; elle institue une obligation de déclaration au régulateur des transactions réalisées sur les titres d'un émetteur par ses dirigeants et les personnes ayant un lien étroit avec eux, et une obligation de dénonciation, par tout prestataire de services d'investissement, des transactions suspectes. Enfin, elle oblige les États membres à mettre en place une réglementation destinée à prévenir les conflits d'intérêts des analystes et journalistes financiers et prévoit un régime d'exemption pour les opérations de rachat d'actions propres et de stabilisation réalisées conformément aux conditions fixées par le règlement CE n° 2273/2003 du 22 décembre 2003.

Ces dispositions ont été transposées dans les livres II et VI du règlement général de l'AMF. Il est important de préciser que l'AMF, et auparavant la COB, possédait depuis longtemps un dispositif réglementaire encadrant le traitement de l'information privilégiée et un régime de sanction administrative du manquement d'initié.

Les obligations positives d'information du public ont été transposées dans le chapitre II, intitulé « Information permanente », du titre II du Livre II du règlement général. Ces obligations reprennent en partie les dispositions qui existaient dans l'ancien règlement COB n° 98-07 sur le caractère exact, précis et sincère de l'information et l'obligation d'information du public. S'agissant de la faculté pour un émetteur de différer la publication d'une information privilégiée, la directive introduit une condition supplémentaire puisque cette omission ne doit pas induire le public en erreur. Les articles 222-14 et 222-15 du règlement général de l'AMF transposent l'obligation de déclaration des opérations réalisées par les dirigeants et les personnes qui leur sont étroitement liées sur les titres de la société. Cette dernière obligation entraînera une modification de la loi afin d'étendre l'obligation de déclaration aux cadres dirigeants, le champ des instruments couverts et de définir la notion de « personnes étroitement liées ».

Le titre IV du livre II reprend les obligations d'information des émetteurs mettant en œuvre un programme de rachat de leurs propres actions qui figuraient dans l'ancien règlement COB n° 98-07 avec quelques modifications liées à l'application du règlement CE n° 2273/2003, notamment en matière de publicité pendant la mise en œuvre d'un programme de rachat. Une disposition transitoire a également été insérée à l'article 241-8 du règlement général de l'AMF

2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

concernant le traitement des actions acquises avant l'entrée en vigueur du règlement précité.

Les interdictions de la directive abus de marché ont été transposées dans le livre VI du règlement général. Ce livre est composé de trois titres. Le titre I^{er} définit le champ d'application, les pratiques de marché ainsi que la procédure à suivre par le régulateur pour l'acceptation d'une pratique de marché. L'AMF a aussi reconnu, après consultation des organisations concernées, d'Euronext Paris et des régulateurs réunis au sein du CESR, deux pratiques de marché : les contrats de liquidité conformes à la charte de déontologie de l'AFEI du 6 décembre 2004 et le rachat d'actions aux fins de conservation et de remise ultérieure en paiement dans le cadre d'opérations de croissance externe. Le titre II définit l'information privilégiée et traite des opérations d'initiés. Enfin, le livre III couvre les manipulations de marché. Il transpose également le régime d'exemption pour les opérations de rachat d'actions et de stabilisation prévu par la directive.

Certaines dispositions de la directive doivent encore être transposées dans la loi et entraîneront une modification du règlement général de l'AMF en vue de finaliser le dispositif abus de marché. Outre les modifications mentionnées ci-dessus et relatives aux déclarations des dirigeants, il s'agit précisément :

- de l'obligation pour les émetteurs d'établir et de tenir à jour une liste d'initiés ;
- de l'obligation de déclaration de soupçon ;
- de la suppression du visa sur la note d'information relative au programme de rachat d'actions ;
- de l'extension des pouvoirs de réglementation de l'AMF à la production et à la diffusion de recommandations d'investissement. On mentionnera que la directive prévoit la possibilité d'adapter ce régime au métier de journaliste. Des discussions ont été menées par la direction du Trésor avec tous les représentants de cette profession afin d'élaborer un dispositif d'autorégulation tenant compte des spécificités de celle-ci ;
- de l'élargissement du pouvoir de sanction de l'AMF à la surveillance et à la répression des manquements portant sur des instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé de l'Espace économique européen dès lors qu'un de leurs éléments constitutifs intervient sur le territoire national, ainsi qu'à la « tentative » de manquement d'initié.

F La directive transparence

La directive transparence a été publiée au Journal officiel de l'Union européenne le 31 décembre 2004. Conformément aux dispositions de l'article 31, les États membres devront transposer le texte de la directive avant le 20 janvier 2007.

La directive complète les mesures prévues par les directives abus de marché et prospectus par la mise en place d'un régime commun d'information financière dans l'Union européenne pour les émetteurs de valeurs mobilières négociées sur un marché réglementé. Ainsi, elle prévoit des obligations d'information relatives notamment à la publication des comptes annuels et semestriels, du rapport de gestion y afférent, des données trimestrielles, des franchissements de seuil et de certaines informations spécifiques (modification des droits de porteurs, nouvelles émissions d'emprunt). L'harmonisation minimale de la directive prévoit que les émetteurs peuvent se voir imposer des obligations plus strictes par l'autorité compétente dont ils relèvent.

Les dispositions de la directive fixent des règles prévoyant que chaque émetteur publie les informations réglementées de manière à en permettre un accès non discriminatoire, en temps utile et sans frais pour les investisseurs, et les adresse à la banque de données centralisée reconnue par son État membre comme structure d'archivage officiel pour la conservation de ces informations⁽¹⁾. Les États membres sont libres du choix de leur système de diffusion d'informations au marché dès lors que ce système remplit les objectifs fixés par la directive et qu'ils désignent au minimum un mécanisme de centralisation de cette information à des fins d'archivage.

Par ailleurs, les émetteurs ayant leur siège social dans un pays tiers à l'Union européenne peuvent se voir exemptés d'appliquer certaines dispositions de la directive par les autorités compétentes des États membres d'origine, à condition que la législation du pays tiers en question fixe des obligations au moins équivalentes.

Conformément à la procédure Lamfalussy, la Commission européenne a donné, le 29 juin 2004, un premier mandat au CESR pour l'élaboration des mesures d'application de la directive sur les sujets prioritaires. Les grands thèmes couverts par le premier mandat ont été

¹ Afin d'anticiper les évolutions prévues par la directive transparence, la COB avait lancé une consultation publique sur les modes de diffusion de l'information permanente. Cf. Rapport annuel 2003 de l'AMF page 80.

répartis entre trois groupes de travail au sein du CESR : les franchissements de seuils, la diffusion et l'archivage de l'information réglementée ainsi que les rapports semestriels et la notion d'équivalence pour les États tiers. De plus, le CESR a mis en place un comité consultatif (*Consultative Working Group of Experts*) composé d'acteurs du marché, dont les domaines de compétence couvrent le champ d'application de la directive.

Le premier mandat de la Commission porte sur les dispositions suivantes :

- les modalités et le contenu de la notification de franchissement de seuil ;
- les conditions de contrôle en cas d'utilisation des exemptions possibles prévues par la directive à l'obligation de notification de franchissement de seuils (par exemple, s'agissant des *market makers* définis par la directive transparence) ;
- les modalités techniques de maintien à la disposition du public des documents d'information périodique (comptes annuels et semestriels) ;
- les modalités de la diffusion de l'information réglementée au public ;
- le contenu minimum des rapports semestriels ainsi que la « nature de l'examen par un auditeur » ;
- les conditions d'équivalence applicables aux émetteurs de pays tiers ;
- les modalités de choix de l'autorité compétente par les émetteurs bénéficiant d'une telle option.

Le CESR a publié au cours du dernier trimestre 2004 des documents de consultation afin de recueillir les observations et propositions des personnes intéressées par ces sujets. Une fois la procédure de consultation publique terminée, le document de consultation amendé prendra la forme d'un avis qui sera transmis à la Commission au plus tard le 30 juin 2005. Cette dernière préparera une directive d'application ou un règlement qui sera soumis à une nouvelle consultation publique dans toute l'Union européenne au début du second semestre 2005. Enfin, la Commission européenne présentera des mesures d'application de la directive en vue d'une transposition harmonisée au niveau des États membres.

G La réglementation de la gestion d'actifs

Les 11 et 12 décembre 2003, lors de la conférence des Présidents du CESR qui s'est tenue à Dublin, il a été décidé la création d'un groupe d'experts consacré à la gestion d'actifs qui réunirait les représentants des régulateurs nationaux. Sa présidence est aujourd'hui assurée par Lamberto Cardia, Président du régulateur financier italien, la CONSOB.

Cette création prend sa source dans la décision du Conseil Ecofin du 3 décembre 2003 d'étendre la procédure Lamfalussy aux OPCVM⁽¹⁾. Elle s'inscrit aussi dans le prolongement des remarques recueillies à l'occasion de la procédure de consultation publique sur les enjeux pour CESR en matière de gestion d'actifs⁽²⁾.

Dès juin 2004, le groupe d'experts a validé un plan de travail prévisionnel⁽³⁾ pour les années 2004, 2005 et 2006. À la demande notamment de l'AMF, les premiers travaux du groupe se sont attachés à rendre homogènes des dispositions transitoires pour l'entrée en vigueur des directives consacrées aux produits⁽⁴⁾ et aux sociétés de gestion⁽⁵⁾.

En octobre 2004, le groupe d'experts a par ailleurs reçu un mandat formel de la part de la Commission européenne afin de clarifier les définitions des instruments financiers éligibles à l'actif des OPCVM coordonnés que sont les instruments financiers dérivés, les fonds fermés, les instruments du marché monétaire non négociés sur un marché réglementé, les produits dérivés intégrés (*embedded derivatives*), les fonds indiciaires. Le 18 mars 2005, le CESR a publié un premier document de consultation portant sur les points ci-dessus évoqués.

¹ Le groupe n'est toutefois pas en mesure actuellement de travailler réellement au niveau 2 du processus Lamfalussy, faute d'une modification formelle de l'article 53a de la directive OPCVM qui dispose que « la mise en œuvre harmonisée de la [présente] directive par une concertation régulière sur les problèmes pratiques que soulèverait son application et

au sujet duquel des échanges de vues seraient jugés utiles » relèvent du Comité des valeurs mobilières.

² Disponible sur le site de CESR www.cesr.org (réf. CESR/03-378).

³ Voir www.cesr.org « mandate for the expert group of investment management » 04/160.

⁴ Directive 2001/108/EC du Parlement et du Conseil du 21 janvier 2002 modifiant la directive 85/611/CEE du Conseil portant sur la coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives, concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), en ce qui concerne les OPCVM.

⁵ Directive 2001/107/EC du Parlement européen et du Conseil du 21 janvier 2002 modifiant la directive 85/611/CE du Conseil européen 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.

2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

Par ailleurs, le CESR a publié le 4 novembre 2004 un rapport sur les résultats des investigations menées par ses membres sur d'éventuelles pratiques abusives au sein de l'industrie de la gestion européenne (*late trading*⁽¹⁾ et *market timing*⁽²⁾). Selon les conclusions de ce rapport, les pratiques abusives utilisant les fonds d'investissement au profit de quelques investisseurs privilégiés ont été rares en Europe. Toutefois, les résultats de l'étude ont suggéré que des améliorations puissent être apportées aux procédures internes des sociétés de gestion. En effet, certaines déficiences pourraient conduire au développement de pratiques répréhensibles.

Les membres du CESR avaient effectué ces enquêtes à la suite de la découverte de l'existence de telles pratiques aux États-Unis à l'automne 2003. Selon le rapport, le fait qu'il n'y ait pas de preuves de l'existence de ces pratiques en Europe est encourageant mais il convient de rester vigilant. Le résumé des actions entreprises par chaque membre du CESR figure dans l'annexe du rapport. Certains régulateurs ont notamment modifié les procédures de contrôle interne des sociétés de gestion sur la façon dont les souscriptions à cours inconnu sont assurées et la juste valeur (*fair value*) utilisée dans la valorisation de l'actifs des fonds d'investissement⁽³⁾.

En 2004, le groupe de travail « gestion d'actifs » s'est penché sur la simplification des procédures d'agrément des OPCVM, sur les règles de bonne conduite (en veillant notamment à une application harmonisée avec la directive MIF), sur le sujet de la sous-traitance et sur une approche commune des fonds non coordonnés. L'agenda 2006 sera consacré à la mise en cohérence avec les autres directives (MIF, commerce à distance, *e-commerce*) et la convergence des systèmes de supervision entre régulateurs européens.

Le groupe de travail du CESR « gestion d'actifs » mène aujourd'hui ses travaux en étroite coordination avec le Comité des valeurs mobilières qui a repris les compétences de l'ancien Comité de contact européen OPCVM. Il devra montrer auprès des professionnels de la gestion sa capacité à faire converger des approches nationales parfois fort diverses tout en adoptant des standards protecteurs pour l'investisseur européen.

Par ailleurs, la Commission européenne a adopté, le 27 avril 2004, deux recommandations visant à interpréter d'une manière uniforme les dispositions régissant les placements des OPCVM en instruments financiers dérivés (options, contrats financiers à terme ou *swaps*) ainsi que les dispositions fixant les modalités selon lesquelles les gestionnaires de ces OPCVM doivent, *via* le prospectus simplifié, informer les investisseurs des caractéristiques principales du fonds qu'ils gèrent.

Cette dernière recommandation introduit des ratios standardisés devant permettre aux investisseurs de comparer les informations sur les frais d'exploitation des fonds (*via* la TFE, « total frais sur encours ») et d'obtenir dans tous les cas une mesure du taux de rotation du portefeuille. L'instruction COB du 1^{er} novembre 2003⁽⁴⁾ relative au prospectus complet avait largement anticipé les éléments contenus dans la recommandation « prospectus ». La réforme du chapitre VI de l'instruction du 15 décembre 1998, qui a été entreprise en 2004, s'appuiera sur les éléments de la recommandation européenne concernant l'utilisation des instruments financiers dérivés.

La Commission a indiqué qu'elle comptait recevoir les informations concernant les premiers résultats de cette mise en œuvre fin février 2005 et qu'elle pourrait, si nécessaire et en fonction des informations reçues, arrêter d'autres mesures visant à renforcer les normes européennes.

¹ Le CESR a défini le *late trading* comme « une opération où les ordres de souscription ou de rachat de certains investisseurs sont passés après l'heure limite de clôture des souscriptions-rachats fixée par le régulateur ou par les

règles du fonds. Ceci permet d'utiliser des informations reçues après la clôture et qui ont un impact sur le marché.

² Le CESR a défini le *market timing* comme « une pratique consistant à tirer profit d'un écart entre la valeur comptable du fonds et sa valeur de marché. L'inefficacité de la formation des prix du fonds est exploitée en achetant et en

vendant à court terme les parts ou actions de l'OPCVM. L'information sur les mouvements du marché qui n'est pas reflétée dans le prix antérieur de la part peut être utilisée pour prédire le mouvement du prix le jour suivant et

ainsi acheter ou vendre les parts ou actions de l'OPCVM avec un avantage indu ».

³ Voir *infra* chapitre IV page 135.

⁴ Voir Rapport annuel 2003 de l'AMF, page 122.

3 Les travaux du Comité technique de l'OICV

L'OICV compte plus de 190 membres (ordinaires ou affiliés) et comprend plusieurs comités parmi lesquels le Comité technique dont le rôle est de mener des études sur les marchés financiers les plus développés et les plus sophistiqués.

A L'information financière et comptable

Le *Standing Committee n° 1 on Multinational Disclosure, Accounting and Auditing (SC 1)* est le comité permanent chargé par le Comité technique de l'OICV de toutes les questions relatives à l'information financière des émetteurs. Sa principale mission consiste en la promotion des standards d'information financière de la plus haute qualité, au bénéfice de la protection des investisseurs, de l'intégrité et de la transparence des marchés financiers. Il agit, notamment, dans les domaines du suivi et du développement des normes comptables et d'audit internationales et de la mise en place de mécanismes de supervision efficaces. Il est également compétent pour les questions d'harmonisation mondiale des règles relatives aux prospectus.

Le SC n° 1, qui se réunit généralement trois fois par an, a confié ses tâches d'étude et de rédaction à quatre sous-comités :

- les travaux des sous-comités sur les normes comptables et d'audit et l'interprétation des normes IFRS (*Accounting, Auditing et IFRS Interpretation sub-committee*) de même que le sous-comité en charge du respect des lois et règlements (*Enforcement Sub-Committee*) font l'objet des développements du point IV ci-dessous ;
- le sous-comité sur l'information financière (*Disclosure Sub-Committee*) a eu pour mission début 2004 d'élaborer un schéma de prospectus valable pour l'émission et/ou la cotation de titres de dette simples dit « *plain vanilla* » par des émetteurs « *corporate* »⁽¹⁾. Ce schéma a pour objet de récapituler le niveau d'information minimum requis en s'inspirant des *IOSCO Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings of Equity* publiés en 1998. Ces travaux devaient être finalisés à la fin du premier trimestre 2005.

B La régulation des marchés secondaires

Au cours de l'année 2004, le groupe de travail a achevé ses réflexions sur deux thèmes qui ont donné lieu à des rapports approuvés par le Comité technique de l'organisation en février et mai 2004.

1 Les rachats d'actions (*Stock Repurchase Programs*)

Face au développement des rachats d'actions sur les différents marchés financiers à travers le monde, le rapport identifie et évalue les principales questions soulevées, pour le régulateur, par les rachats d'actions, au regard du traitement équitable des investisseurs, de l'intégrité du marché et de la transparence, et examine les réponses apportées à ces questions par les régulateurs. Le rapport formule en conclusion des recommandations sous la forme de cinq grands principes, accompagnés de mesures d'application qui doivent servir de guide dans la régulation des rachats d'actions par les autorités compétentes.

Ces principes ont trait :

- au traitement équitable des actionnaires dans la mise en œuvre des programmes de rachat d'actions ;
- à la surveillance de l'émetteur en tant qu'initié et à l'application des règles relatives à l'abus de marché aux émetteurs mettant en œuvre des programmes de rachat ;
- aux mesures visant à ce que la mise en œuvre des programmes de rachat d'actions ne vienne pas perturber le bon fonctionnement du marché ni porter atteinte à son intégrité ;
- à l'usage approprié des dérivés ;
- au contrôle par le régulateur du respect des exigences et des règles applicables aux programmes de rachats.

2 La transparence du marché des obligations émises par des entités privées (*obligations corporate*)

La seconde partie des travaux du groupe sur la régulation des marchés secondaires⁽²⁾ est issue d'un triple constat : la rapide évolution au cours des dernières années du mode de négociation ;

¹ Les émetteurs appartenant à des industries spécifiques telles que la banque, l'assurance, les activités minières devraient donner des informations

complémentaires qui ne sont pas traités dans le cadre des présents travaux.

² La transparence du marché primaire est en dehors du champ du rapport.

2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

l'hétérogénéité du niveau de transparence de ces nouvelles plates-formes et une interrogation croissante sur les bénéfices d'une transparence accrue tant pour le marché obligataire que pour le marché des titres de capital.

Le rapport dresse tout d'abord un état des lieux du marché des obligations *corporate* et observe qu'au cours des dernières années, la structure et les caractéristiques de ces obligations sont devenues plus complexes, que, si les investisseurs institutionnels sont prédominants sur ce marché, les investisseurs particuliers semblent être néanmoins plus présents que par le passé et que l'essentiel des transactions sont effectuées en dehors des marchés réglementés, de façon bilatérale et de gré à gré.

Le rapport s'attache également à décrire les règles de transparence afférentes à la négociation des obligations *corporate*, les principaux facteurs affectant le niveau de transparence étant l'éventuelle admission à la négociation de ces titres de créance, les modalités de négociation (sur un marché réglementé ou de gré à gré), le type de participants et la taille de l'émission. Il apparaît que les régulateurs ont historiquement attaché moins d'importance à la transparence du marché obligataire qu'au marché des titres de capital en raison de la prédominance des investisseurs institutionnels. Cependant l'évolution récente du marché obligataire *corporate*, la complexité accrue des produits qui s'y traitent et le nombre croissant de facteurs affectant leur valorisation ainsi que leur plus large diffusion dans le public a conduit un certain nombre de régulateurs (Canada, États-Unis) à repenser le niveau de transparence approprié pour les transactions effectuées sur le marché obligataire *corporate* (système TRACE développé par NASD).

Dans ses conclusions, le rapport encourage les régulateurs à acquérir une meilleure connaissance des caractéristiques de leur marché obligataire *corporate*, y compris pour ce qui est des transactions de gré à gré (types d'obligations échangées, volumes échangés, rôle de la notation, intervenants, modes de négociation). Les régulateurs doivent disposer de systèmes de collecte d'information et de surveillance appropriés pour ce qui est du marché obligataire *corporate* afin de promouvoir l'intégrité du marché, y compris les règles de meilleure exécution et de protection des investisseurs. S'agissant de la transparence du marché secondaire, les régulateurs doivent évaluer le niveau de transparence approprié pour faciliter le mécanisme de découverte de prix et renforcer l'intégrité du marché, tout en prenant en compte un certain nombre de facteurs tels que la taille du marché, la nature de ses intervenants,

l'éventuelle admission à la négociation sur un marché réglementé de ces instruments et les effets potentiels d'une transparence accrue sur la liquidité du marché.

Le rapport souligne enfin que la consolidation des données peut jouer un rôle efficace pour pallier la fragmentation du marché obligataire *corporate*. Les régulateurs des juridictions dans lesquelles existe une transparence des prix et des transactions mais où l'information disponible n'est pas consolidée sont invités à examiner s'il existe des obstacles à cette consolidation et si leur intervention est nécessaire.

C La réglementation des intermédiaires de marché

1 La sous-traitance de services financiers

Un document de consultation propose 7 principes applicables aux prestataires de services d'investissement ayant recours à la sous-traitance. La consultation a été faite de façon concomitante avec celle lancée sur le même sujet par le *Joint forum*, à laquelle l'OICV a largement contribué. Les principes sur la sous-traitance ont été modifiés de manière marginale pour tenir compte des principes généraux applicables à l'ensemble des trois secteurs de l'assurance, de la banque et des valeurs mobilières adoptés par le *Joint Forum*.

L'OICV, les régulateurs bancaires et ceux du secteur des assurances se sont intéressés à cette question en raison du développement de la sous-traitance dans le domaine des services financiers. Le recours à la sous-traitance est source à la fois d'avantages, notamment par la réalisation d'économies d'échelle et l'augmentation de la concurrence sur le marché, et de dilemmes, tant pour la société souhaitant sous-traiter que pour l'autorité la régulant. En effet, la société ne doit pas perdre le contrôle de son activité, même sous-traitée, et l'autorité de régulation doit toujours pouvoir contrôler les activités sous-traitées. Ainsi les régulateurs posent-ils en principe que la société sous-traitante reste responsable de ses activités sous-traitées.

L'OICV s'est intéressée aux principaux problèmes que soulève le recours à la sous-traitance et propose les orientations suivantes.

a) L'adaptation à l'activité sous-traitée

Les principes relatifs à la sous-traitance devraient s'appliquer en fonction de l'importance de l'activité sous-traitée pour l'activité habituelle de la société sous-traitante et de ses obligations réglementaires, la société devant néanmoins s'interroger sur l'opportunité

d'appliquer ces principes même dans le cas où cette activité ne revêtirait pas une grande importance.

Pour les domaines d'activités pour lesquels aucune restriction n'est imposée par le régulateur à la possibilité d'avoir recours à la sous-traitance, les firmes devraient mettre au point des procédures destinées à déterminer le degré d'importance de leurs accords de sous-traitance. Différencier ce qui est important de ce qui ne l'est pas étant difficile, l'OICV propose de prendre en compte un certain nombre de facteurs, tels que (la liste n'étant pas exhaustive) l'impact financier et opérationnel pour la société sous-traitante d'une défaillance du prestataire de services, les pertes potentielles pour les clients d'une firme sous-traitante en cas de défaillance d'un prestataire de service, le coût de la sous-traitance ou bien l'existence d'une relation (filiale) entre la société sous-traitant et le prestataire de services, etc.

b) Les responsabilités de la société sous-traitante

Le principe en la matière est le suivant : la société sous-traitante et ses dirigeants restent pleinement responsables envers l'autorité de régulation de toutes les activités sous-traitées, de la même manière que si les services étaient fournis directement.

Dans ces conditions, les dirigeants de la société sous-traitante doivent développer et mettre en place des procédures destinées à permettre le respect des principes de sous-traitance, à vérifier leur efficacité et à traiter de manière efficace et rapide les risques détectés.

Quel que soit le niveau de sous-traitance retenu, la société reste responsable de la conduite de la procédure de *due diligence*.

La société doit toujours être en mesure de vérifier qu'elle respecte toutes ses obligations réglementaires. De plus, le fait d'avoir recours à la sous-traitance ne doit pas avoir pour effet d'entraver la mission de contrôle de l'autorité de régulation, cette dernière devant tout particulièrement prêter attention à la sous-traitance de tâches confiées à des entités non agréées.

c) La sous-traitance à des filiales

Les principes proposés par l'OICV ne varient pas selon que la société sous-traite à un prestataire de services interne (une filiale) ou externe au groupe. Toutefois, pour tenir compte des relations spécifiques unissant la société sous-traitant et sa filiale, les principes peuvent être appliqués avec quelques variantes aux filiales d'entités sous-traitantes.

d) La sous-traitance transfrontière

Là non plus, les principes ne distinguent pas selon que la société fait appel à un sous-traitant se trouvant sous la même juridiction qu'elle ou à un sous-traitant étranger. Cependant, des problèmes peuvent se poser du fait des relations transfrontières, en particulier du fait de l'éloignement et d'un environnement différent. Ces questions doivent être prises en compte lors du processus de *due diligence* et lors de la conclusion du contrat avec le sous-traitant étranger.

2 Le projet de principes concernant le contrôle de l'application des règles et tenant compte des travaux conduits sur ce sujet par d'autres instances internationales (CESR et Comité de Bâle)

Les principaux thèmes étudiés par le groupe de travail et qui devraient faire l'objet de principes sont les suivants :

- le principe de la création, par les intermédiaires de marché, d'une fonction de conformité pour identifier, évaluer, conseiller, contrôler et rendre compte du respect, par la firme, de la réglementation en vigueur ;
- le rôle et les responsabilités des dirigeants et du Conseil d'administration pour assurer le respect de la politique de conformité à la réglementation et rendre compte au Conseil d'administration ;
- le rôle et les responsabilités du déontologue ;
- l'indépendance de la fonction ;
- les compétences, l'expérience, les qualités professionnelles et l'honorabilité des personnes en charge de la fonction ;
- l'information des régulateurs sur tout manquement important aux lois et règlements par l'intermédiaire de marché ;
- l'évaluation de l'efficacité de la fonction par les intermédiaires de marché et l'examen périodique par des tiers tels que les commissaires aux comptes, les organismes d'autorégulation ou les régulateurs ;
- le respect des lois et règlements par les filiales et succursales de l'intermédiaire.

2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

D La coopération et l'échange d'informations

L'Autorité des marchés financiers a continué, en 2004, de participer activement aux activités du SC4 (ou *Standing Committee on Enforcement and Exchange Information*) de l'OICV, que la COB a présidé pendant quinze ans, et qui est présidé depuis novembre 2003 par la *Financial Services Authority*, le régulateur britannique. Son domaine de compétence recouvre principalement les questions relatives aux abus de marché et autres fraudes en matière de valeurs mobilières, les enquêtes, la coopération et l'échange international d'informations entre régulateurs boursiers.

Parmi les nombreux sujets abordés lors des trois réunions que le groupe a tenues en 2004, mentionnons :

- les échanges d'informations, principalement lors des contrôles et enquêtes, avec les juridictions dites *off shore*⁽¹⁾, considérées comme peu ou pas coopératives. Leur identification a été effectuée, permettant de débiter des discussions avec elles dans le but de leur faire prendre conscience de la nécessité de respecter les standards minimums en matière de coopération ;
- les grandes tendances en matière d'infractions boursières. Le SC4, lors de chacune de ses réunions, s'est penché sur les nouveaux types de violations identifiées dans les différents pays, afin de mettre en alerte les autres participants. Cette initiative se renouvellera lors de chacune des prochaines rencontres ;
- le gel des avoirs et le transfert des fonds. Le SC4 a commencé à travailler sur cette question en 2004, un rapport devant être présenté en 2005 au Comité technique. Cet exercice est destiné à comparer les pouvoirs dont disposent les régulateurs boursiers lorsqu'ils souhaitent obtenir le gel des avoirs des personnes concernées par les enquêtes, étudier les facultés d'assistance des autorités étrangères dans ce domaine ainsi que les possibilités de transférer les fonds gelés d'un pays à l'autre, en cas d'enquête internationale. Ce travail devrait permettre d'estimer la nécessité de faire évoluer la législation dans ce domaine ;

- les questions liées à Internet. Le SC4 a été chargé par le Comité technique de poursuivre les travaux de l'*Internet Project Team*, qui s'étaient achevés en 2003 par la rédaction d'un troisième rapport sur les enjeux et les risques posés par l'utilisation du réseau mondial dans le domaine des valeurs mobilières. L'Autorité des marchés financiers pilote, au sein du groupe, un projet destiné, dans un premier temps, à évaluer les attentes des régulateurs vis-à-vis des fournisseurs d'accès (données conservées par eux, possibilités pour les régulateurs de les leur demander et de les obtenir, coopération avec les régulateurs étrangers, etc.) afin, dans un deuxième temps, de réfléchir aux adaptations réglementaires nécessaires ;
- les questions liées au blanchiment, notamment les relations avec le GAFI et les unités nationales chargées des investigations et de la lutte contre cette infraction (par exemple TRACFIN en France) ;
- la systématisation de la transmission entre régulateurs des « mises en garde » diffusées par chacun d'entre eux sur le plan national. L'Autorité des marchés financiers, de même que la plupart de ses homologues, est régulièrement amenée à avertir le public, par le biais de communiqués, des agissements de personnes physiques ou morales qui ne semblent pas respecter la réglementation en matière de valeurs mobilières (propositions d'investissement irrégulières ou trompeuses, sollicitations non conformes aux textes, offres de titre de sociétés inscrites sur des marchés non reconnus en France, appel public à l'épargne pour des produits financiers non référencés sur des marchés réglementés, etc.). Afin de mieux protéger les investisseurs contre les méthodes de ces personnes, qui interviennent souvent dans plusieurs pays, les membres du SC4 ont mis en place, en 2004, par l'intermédiaire de l'OICV, un système permanent d'échange des mises en garde qui auront préalablement été rendues publiques dans l'un des pays membres.

E L'identification des clients

L'OICV a entériné⁽²⁾, lors de la conférence des Présidents du 18 mai 2004, un ensemble de principes et recommandations qui revêtent une importance décisive afin d'identifier les clients et bénéficiaires finaux des transactions sur les marchés financiers. Ces principes

¹ Voir supra chapitre II page 48

² Communiqué de presse de l'OICV du 18 mai 2004.

qui s'adressent aux régulateurs aux organismes d'autorégulation et aux prestataires de services d'investissement couvrent les domaines suivants :

- identification du client et vérification de son identité ;
- identification du bénéficiaire final ;
- connaissance du client (*know your customer*) ;
- conservation des données ;
- vérification de l'identité du client dans le cas où plusieurs firmes sont impliquées dans l'offre de services ;
- mesures à prendre en cas d'insuccès des procédures ;
- rôle des régulateurs ;
- coopération internationale.

F La gestion d'actifs

Depuis novembre 2003, l'AMF préside le Comité spécialisé sur la gestion d'actifs (*Standing committee on investment management* ou SC5) de l'OICV.

En 2004, à travers les sujets qu'il a traités, le SC5 a poursuivi son effort visant à établir des règles de bonne pratique à l'échelle internationale. Ces travaux ont donné lieu à la rédaction de différents rapports pour des consultations publiques avant approbation formelle par l'OICV.

1- Dans un rapport intitulé « *Elements Of International Regulatory Standards on Fees and Expenses of Investment Funds* », le SC5 a établi une série de standards internationaux communs en termes de traitement des frais dans la gestion collective. Ce texte, qui a été soumis à consultation publique pendant le printemps 2004, aborde certains points clés de façon largement convergente avec le groupe de travail français sur les frais⁽¹⁾ (mise en place d'un *Total Expense Ratio* – TER – qui retrace tous les frais des OPCVM, calcul de celui-ci de façon la plus harmonisée possible, traitement des rétrocessions sur les transactions et dans les fonds de fonds). Ces standards ont ensuite été formellement approuvés par l'OICV en octobre 2004 ;

2- le rapport intitulé « *Performance Presentation Standards For Collective Investment Schemes* » : *Best Practice Standards* » a été formellement approuvé par l'OICV en mai 2004 après une consultation publique. Ce document propose des normes pour une présentation adaptée, dans les documents

d'information, de la performance passée des fonds. Ces standards de présentation des performances passées doivent permettre l'élaboration de supports d'information clairs et objectifs n'induisant pas en erreur l'investisseur et lui permettant de comparer de manière pertinente les performances passées de fonds d'investissement. Une formalisation des modes de calcul est recommandée. À défaut d'utilisation de cette méthode formalisée, il est demandé que la méthode de calcul utilisée par le fonds soit cohérente dans le temps ;

3- le rapport intitulé « *An Examination of the Regulatory Issues Arising from CIS Mergers, Report of the Technical Committee of IOSCO* » analyse les différentes approches des régulateurs en matière de fusion de fonds. En dépit de la diversité de ces approches dont il rend compte en seconde partie du document, il s'attache à formuler des principes et des standards communs. L'accord formel du régulateur est préconisé, surtout lorsque dans les fonds contractuels, les porteurs de parts ne peuvent pas formuler leur avis par un vote. Les informations transmises aux porteurs de parts doivent leur permettre d'évaluer de manière pertinente les raisons et les conséquences de la fusion (notamment en matière de frais de gestion). Il doit être permis à l'investisseur de racheter ses parts sans frais de sortie si les conditions de la fusion ne lui agrément pas ;

4- le rapport intitulé « *Index Funds and the use of Indices by the Asset Management Industry, Report of the Technical Committee of IOSCO* » décrit les évolutions récentes enregistrées par le marché des fonds indexés et les problèmes de régulation que posent ces fonds. Il est à noter que les travaux de l'AMF en matière de régulation des fonds indiciels ont clairement pris appui sur les distinctions effectuées⁽²⁾ par les travaux du SC5 de l'OICV ;

5- le rapport intitulé « *Best Practice Standards on Anti Market Timing and Associated Issues* » a été publié en février 2005 et donne lieu à consultation publique. Entrepris en mars 2004, le document fournit une définition reconnue des notions de *late trading* et de *market timing*. Il décrit comment de telles pratiques ont des effets négatifs pour les investisseurs. Après avoir rappelé le principe général selon lequel le fonds doit être géré au profit exclusif de tous les porteurs de parts, le document fournit des recommandations impliquant l'ensemble des acteurs en charge de la gestion, du

¹ Rapport sur les frais et commissions à la charge de l'investisseur dans la gestion collective, Bulletin mensuel de la COB, octobre 2002, n° 372.

² Les distinctions opérées par la réglementation AMF sont les suivantes : OPCVM répliquant la performance d'un indice, OPCVM à gestion indicielle étendue et étroitement lié à celle d'un indice, OPCVM à

gestion active à base indicielle, OPCVM dont la performance n'est pas liée à celle d'un indice mais qui l'utilise comme éléments d'appréciation a posteriori de leur gestion.

2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

contrôle et de la distribution des fonds. Les sujets de la valorisation adéquate des portefeuilles, des accords avec les distributeurs, des programmes de contrôle interne, des diligences des contrôleurs externes et les éléments d'information à publier sont évoqués ;

6- le rapport intitulé « *Examination of Governance for Collective Investment Schemes* » a été publié en février 2005. Il donne également lieu à une consultation publique. Le document décrit les différents modes d'organisation des fonds (selon qu'ils sont créés sous forme de contrat ou sous forme de « société »⁽¹⁾). Il indique ensuite que quelles que soient les structures juridiques d'organisation ou les juridictions, il existe toujours une entité indépendante (par exemple, conseil d'administration du fonds, *trustee* ou dépositaire) qui s'assure que le fonds fonctionne bien au profit exclusif de ses investisseurs. Même si les responsabilités de cette entité indépendante sont différentes d'une juridiction à l'autre, il existe donc un principe commun selon lequel un contrôle doit être effectué par une entité indépendante en charge de traiter des situations de conflits d'intérêts, de s'assurer que les gestionnaires agissent toujours avec loyauté dans le respect des règles qui leur sont applicables et que le fonds est toujours géré au mieux des intérêts des porteurs de parts. Le rapport décrit en outre comment certaines juridictions, comme l'Australie ou le Canada, ont imaginé des solutions innovantes en ce domaine (création de comité indépendant *ad hoc*) de façon à assurer un contrepoids institutionnel et un contrôle plus régulier du gestionnaire par les investisseurs. La France a développé certaines expériences, notamment dans le domaine de l'épargne salariale ou de l'assurance-vie. Dans un second document qui sera élaboré au cours du second semestre 2005, le SC5 établira des principes communs, illustrés des meilleures pratiques recensées en la matière et pouvant inspirer les différentes juridictions. Cette contribution pourra constituer une étape utile en anticipation des discussions à venir en Europe sur ce sujet ;

7- le rapport intitulé « *Anti Money Laundering, Guidance for Collective Investment Schemes* » a été publié en 2005 et fournit des standards de régulation pour la lutte anti-blanchiment pour les fonds d'investissement. Il s'inscrit dans le prolongement des 40 recommandations du GAFI publiées en juin 2003 et d'un travail mené par le SC4⁽²⁾.

À l'occasion de la réunion du SC5 de novembre 2004, la FSA britannique a eu l'opportunité d'exposer sa méthodologie appelée « *risk based approach* » visant à identifier, évaluer puis hiérarchiser⁽³⁾ les risques auxquels doit faire face le régulateur. Cette méthodologie constituera vraisemblablement la future trame des prochains travaux qui seront menés à moyen terme par le SC5. Ce dernier s'attachera, en effet, plus précisément encore qu'auparavant, à cerner préalablement les tendances majeures qui structurent le marché de la gestion d'actifs avant de se donner de nouveaux mandats.

¹ FCP ou SICAV en France.

² Voir chapitre II page 75.

³ En fonction notamment de la probabilité d'occurrence du risque et de l'importance de ses effets.

4 LA NORMALISATION COMPTABLE

Depuis la naissance en 2000 de l'*International Accounting Standards Board* (IASB)⁽¹⁾ et la décision de l'Union européenne en 2002 d'adopter ses normes comme référentiel comptable réglementaire pour les sociétés faisant appel public à l'épargne, les travaux comptables internationaux ont été marqués, d'une part, par un effort accru de convergence des référentiels, notamment entre les normes IAS/IFRS⁽²⁾ et les normes US GAAP⁽³⁾, et d'autre part, par la nécessité de parvenir à un référentiel international complet et cohérent, traitant de tous les aspects significatifs des opérations des grandes entreprises. Ce deuxième aspect a conduit l'IASB à s'engager à publier un certain nombre de normes au plus tard le 31 mars 2004, afin de constituer ce qu'il est convenu d'appeler « la plate-forme des normes 2005 » ou « *stable platform 2005* ».

A Les nouvelles normes IFRS

L'IASB a publié à la fin de 2003 et au début de 2004 de nombreuses normes modifiées ou entièrement nouvelles dont il est effectué ici une présentation très synthétique.

1 IFRS2 sur les paiements en actions et assimilés

La seconde norme de l'IASB⁽⁴⁾ a été publiée en février 2004. Elle porte sur les paiements en actions et assimilés et impose la comptabilisation en charges de l'ensemble des rémunérations en actions ou des rémunérations calculées à partir de l'évolution de la valeur des actions à l'exception des transactions effectuées avec les actionnaires de l'entreprise. Cette comptabilisation doit être réalisée sur la base de la juste valeur et dépend du mode de paiement prévu pour la transaction (paiement en actions, en trésorerie ou possibilité d'opter entre l'un et l'autre). Elle porte sur les plans d'émission d'actions ou d'options adoptés à compter du 7 novembre 2002, et s'applique aux exercices commençant au 1^{er} janvier 2005 avec possibilité d'anticiper cette application.

2 IFRS3 sur les regroupements d'entreprises (Phase I)

Comme certaines autres normes ou modifications de normes existantes, la troisième norme produite par l'IASB a été publiée le 31 mars 2004. Cette norme porte sur le traitement des regroupements d'entreprises et impose d'utiliser la méthode de l'acquisition. Les autres modifications sensibles apportées par cette norme sont :

- l'identification d'un plus grand nombre d'actifs incorporels et de passifs éventuels à la date d'acquisition ;
- la fin de l'amortissement des écarts d'acquisition, compensée par la mise en place de tests de perte de valeur qui sont effectués à chaque clôture ainsi que lorsque des indices conduisent à penser que de telles pertes de valeur ont pu se produire ;
- la comptabilisation immédiate au compte de résultat des écarts d'acquisition négatifs (« bonnes affaires » potentielles identifiées consécutivement à la mise en juste valeur de l'ensemble des éléments d'actif et de passif) ;
- des règles beaucoup plus strictes quant aux possibilités d'enregistrer des provisions pour restructuration dans les comptes de la société acquise.

Elle s'applique aux regroupements d'entreprises faisant l'objet d'un accord conclu à compter du 31 mars 2004.

3 IFRS4 sur les contrats d'assurance (Phase I)

Publiée également en mars 2004, cette nouvelle norme modifie la norme IAS39 pour tout ce qui traite des contrats d'assurance et des garanties financières. Cette norme dispense provisoirement les sociétés concernées d'appliquer certaines dispositions prévues par les autres normes ou par le cadre des IAS/IFRS et leur permet ainsi de maintenir des principes de comptabilisation appliqués auparavant, dans l'attente de la publication par l'IASB d'une norme complète sur les contrats

¹ Successeur de l'*International Accounting Standards Committee* (IASC).

² Le référentiel de l'IASB est composé des *International Financial Reporting Standards* (IFRS) adoptés par celui-ci, suppléés

par les *International Accounting Standards* (IAS), anciennement adoptés par l'IASC et le cas échéant modifiés par l'IASB.

³ Référentiel comptable en vigueur pour les sociétés américaines cotées.

⁴ La norme IFRS1 avait été présentée en pages 51-52 du rapport annuel 2003 de l'AMF.

2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

d'assurance (Phase II, en cours d'élaboration).
Néanmoins, elle introduit les exigences suivantes :

- impossibilité de comptabiliser des provisions au titre de contrats ou passifs qui n'existent pas à la date de clôture (les provisions pour catastrophe ou provisions pour égalisation sont visées par cette règle) ;
- nécessité de vérifier l'adéquation des provisions enregistrées au titre des contrats d'assurance et de tester les actifs de réassurance pour une éventuelle perte de valeur ;
- nécessité de conserver les provisions jusqu'à leur consommation ou leur expiration contractuelle et impossibilité de les présenter nettes des actifs de réassurance correspondants.

Cette nouvelle norme s'applique à compter du 1^{er} janvier 2005.

4 IFRS5 sur les actifs non courants détenus en vue de la vente et sur les activités abandonnées

Publiée en mars 2004 et également applicable à compter du 1^{er} janvier 2005, la norme IFRS5 remplace la norme IAS35 dont elle reprend certaines notions comme, par exemple, la définition des activités abandonnées. Cette norme permet une convergence assez forte avec la norme américaine équivalente SFAS144⁽¹⁾, dont elle s'inspire pour déterminer le calendrier d'identification des activités abandonnées (qui détermine lui-même le changement de classification comptable) et la façon dont ces actifs ou activités sont présentés au compte de résultat.

5 IFRS6 sur les activités d'exploration et d'évaluation de ressources minérales (Phase I)

En septembre 2002, l'IASB a constaté qu'il ne lui était pas possible, dans un calendrier compatible avec le projet IFRS 2005, de mener à son terme la production d'une norme traitant l'ensemble des caractéristiques des activités d'exploration et d'évaluation de ressources minérales. Fort de ce constat, il a été décidé de produire

une norme de transition afin d'éviter les incertitudes sur la conformité des traitements appliqués par les entreprises adoptant les normes IFRS.

IFRS6 a été publiée en décembre 2004. Cette norme permet aux entreprises concernées par les activités extractives de continuer à appliquer les règles qu'elles utilisaient auparavant. Elle prévoit la comptabilisation initiale des dépenses d'exploration et d'évaluation au coût historique, avec possibilité, pour les valorisations ultérieures, d'opter pour le modèle de la réévaluation (prévu par IAS16 et IAS38). Les changements de méthode ne sont autorisés qu'à la condition qu'ils permettent de fournir une information plus pertinente et au moins aussi fiable que les méthodes antérieures. Des tests de dépréciation (*impairment*) doivent être réalisés lorsque des indices de perte de valeur sont identifiés. Ces indices sont spécifiques à l'activité d'exploration et d'évaluation de ressources minérales.

6 Les amendements de normes existantes

Ces modifications concernent :

- l'IAS19⁽²⁾ qui porte, d'une part, sur la possibilité de comptabiliser immédiatement en capitaux propres la totalité des écarts actuariels et, d'autre part, sur la façon de traiter les plans multi-employeurs d'avantages au personnel au sein de groupes de sociétés.
- l'IAS39⁽³⁾ qui porte sur la première application de la norme ainsi que la comptabilisation initiale à la juste valeur. Cet amendement a pour conséquence de faciliter la transition en limitant notamment l'application rétrospective de la règle du *day one profit* et en permettant aux entreprises d'appliquer des dispositions limitant les divergences avec les comptes présentés en normes américaines.

¹ Accounting for the Impairment or Disposal of Long-Lived Assets.

² Publié en décembre 2004.

³ Publié en décembre 2004.

7 Les travaux à venir

Malgré l'achèvement dans les délais de la plate-forme 2005, certaines des normes, même parmi les plus récentes, sont destinées à évoluer ou à être remplacées. Dès 2005, des modifications de normes existantes et d'importants développements sont prévus.

	1 ^{ER} TRIMESTRE 2005	DATE POSTÉRIEURE
Couverture de <i>cash-flows</i> des transactions intra-groupe prévisionnelles – amendement de IAS 39	Norme amendée	
Contrats de garantie financière et assurance-crédit – amendement de IAS39		Norme amendée
Instruments financiers – informations à fournir – disparition de IAS30 et refonte de IAS32		Norme amendée
Regroupement d'entreprises – phase II : application de la méthode de l'acquisition	Projet ⁽¹⁾	
Consolidation et entités <i>ad hoc</i> – remplacement de IAS27 et SIC-12		Projet
Subventions reçues de l'État – remplacement de IAS20 et convergence avec les normes américaines	Projet	
Instruments financiers incluant une option de vente à la juste valeur – amendement de IAS32		Projet
Instruments financiers – option juste valeur	Norme	
Contrats d'assurance – phase II – remplacement de IFRS4		n.d ⁽²⁾
Activités mises en commun – projet en deux phases dont élimination des options figurant dans IAS31		n.d
Présentation des performances		n.d
Revenus : concept, dettes et capitaux propres – projet conjoint avec le FASB visant à éliminer les incohérences rencontrées dans la pratique		n.d
Convergence IFRS-US GAAP – amendement de IAS12		Projet
Convergence IFRS-US GAAP – amendement de IAS37	Projet	
Petites et moyennes entreprises		Projet

Source : AMF

Par ailleurs, l'IASB et le FASB américain ont confirmé en avril 2004 leur souhait de développer un *conceptual framework* ⁽³⁾ commun. Le calendrier de réalisation de ce projet n'est pas encore fixé.

B Les interprétations publiées par l'IFRIC

Le comité d'interprétation comptable de l'IASB, l'IFRIC ⁽⁴⁾, a publié cinq nouvelles interprétations au cours de l'année 2004.

1 IFRIC1 sur la variation des passifs existants relatifs au démantèlement, à la remise en état et similaires

En mai 2004, l'IFRIC a publié sa première interprétation. Celle-ci porte sur la comptabilisation des variations de valeur relatives aux obligations de démantèlement, de remise en état, etc. ayant donné lieu initialement (lors de l'acquisition de l'actif) à la comptabilisation d'un composant d'actif corporel (IAS16) et à la comptabilisation d'un

¹ Publication d'un projet de norme ou « Exposure Draft ».

² n.d : non disponible – calendrier non figé.

³ Cadre conceptuel.

⁴ International Financial Reporting Interpretation Committee.

2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

passif conformément à IAS37.

Selon IAS37, à chaque clôture, la valeur de la provision faisant face à cette obligation doit correspondre à la meilleure estimation du coût futur, celui-ci faisant l'objet d'une actualisation. IFRIC1 confirme qu'un taux d'actualisation s'appuyant sur les données de marché les plus récentes doit être utilisé pour cette actualisation.

Deux causes de variation de valeur de cette obligation sont traitées de façon identique. Il s'agit, d'une part, des variations de flux de trésorerie futurs (liés à un changement du coût ou à un changement de calendrier par exemple), et d'autre part, aux modifications de taux d'actualisation. Le traitement de ces deux cas est analysé en détail par IFRIC1. Une troisième cause de variation, celle relative aux changements induits par le seul rapprochement de l'échéance (valeur-temps), fait simplement l'objet d'une confirmation, IFRIC1 indiquant que cet effet participe aux coûts financiers de l'exercice.

Cependant, selon que l'actif concerné est comptabilisé conformément au modèle du coût historique ou à celui de la réévaluation, les incidences de variations de valeur ultérieures doivent se traduire de façon différente.

a) Modèle du coût historique

Les variations d'estimation relatives à l'obligation vont modifier la valeur nette de l'actif au cours de l'exercice.

La valeur nette de cet actif ne peut néanmoins être inférieure à zéro. Par conséquent, toute diminution au-delà de zéro doit être constatée immédiatement en résultat.

Toute augmentation de valeur de l'actif causée par une augmentation de valeur de l'obligation doit conduire à une analyse visant à vérifier que la valeur comptable de l'actif concerné demeure justifiée par les flux de trésorerie futurs. Le cas échéant, un test de dépréciation doit être conduit conformément à IAS36.

b) Modèle de la valeur réévaluée

Dans ce modèle, une variation de l'obligation ne se traduit pas par une modification de valeur de l'actif.

Une augmentation de valeur de cette obligation entraînera normalement une charge au compte de résultat sauf dans le cas où l'actif concerné avait préalablement fait l'objet d'une réévaluation positive (dont la contrepartie est en capitaux propres). Dans ce dernier cas en effet, l'impact négatif lié à l'évolution de

l'obligation doit d'abord venir s'imputer sur le poste de réserve de réévaluation des capitaux propres (jusqu'à ce que ce poste soit ramené à zéro) avant éventuellement de se traduire par une charge au compte de résultat.

Symétriquement, une diminution de l'obligation se traduit normalement par une augmentation de la réserve de réévaluation en capitaux propres, sauf si des variations de valeur sur l'actif lié avaient auparavant été constatées par le compte de résultat. Dans ce cas, l'effet positif de cette diminution de l'obligation est d'abord comptabilisé via un compte de produit (à hauteur des pertes antérieures constatées en résultat), puis est éventuellement enregistré dans le compte de réserve de réévaluation.

Si les diminutions de valeur de l'obligation portent la valeur de l'actif au-delà de la valeur nette (tenant compte des amortissements) qui aurait été constatée selon le modèle du coût historique, cet excédent doit être comptabilisé immédiatement en compte de résultat.

Une variation de valeur de l'obligation est un indice qu'une réévaluation de l'actif doit également être réalisée à la clôture. Si une telle réévaluation est réalisée, elle doit porter sur l'ensemble des éléments appartenant à la même catégorie d'actifs.

2 IFRIC2 sur les parts d'associés dans des sociétés coopératives et instruments similaires

Cette seconde interprétation, publiée en novembre 2004, répond à un besoin assez largement répandu en Europe où des structures de type coopératif sont émettrices sur des marchés réglementés.

Or, les parts d'associés de ces structures présentent certaines des caractéristiques des titres de capital, tout en offrant à leurs détenteurs la possibilité d'obtenir le remboursement de leur investissement. Ce remboursement, peut le cas échéant être soumis à conditions.

IFRIC2 confirme que lorsqu'il existe un droit à remboursement à l'initiative du porteur, les parts émises réunissent généralement les critères de qualification d'une dette. Néanmoins, l'interprétation définit certaines conditions permettant de qualifier ces instruments de titres de capital et non de dettes. De telles conditions sont réunies :

- si l'entité peut, en toutes circonstances, refuser le remboursement de parts d'associés, ou

- si la réglementation (loi, règlement ou statuts) lui interdit de rembourser les parts d'associés. Une telle interdiction peut être partielle seulement. Dans ce cas, une partie des parts émises (celle non soumise à l'interdiction de remboursement) sera qualifiée de dette.

3 IFRIC3 sur les droits à polluer

L'interprétation IFRIC3 a été publiée en décembre 2004. Elle précise que les droits à polluer obtenus (d'un régulateur) ou acquis constituent des actifs incorporels qui doivent être comptabilisés à la juste valeur dès lors que celle-ci est supérieure au coût historique. Ultérieurement, si la valeur résiduelle de ces droits (déterminée par référence à un marché actif) est supérieure au coût historique, cet actif incorporel ne fait pas l'objet d'un amortissement. En l'absence de marché actif, la valeur résiduelle est présumée nulle, ce qui nécessite un amortissement de cet actif incorporel. Des tests de dépréciation doivent être menés lorsque des indications de perte de valeur sont identifiées.

Lorsque ces droits à polluer sont reçus pour un montant inférieur à leur juste valeur, cette différence constitue une subvention qui doit être constatée en résultat selon une approche systématique sur la durée d'effet de ces droits. Ce traitement doit être appliqué quelle que soit l'utilisation qui est faite de l'actif incorporel (consommation ou vente).

Concernant l'émission de produits polluants, celle-ci génère une obligation qui se traduira par un appauvrissement futur (achat sur le marché, ou consommation, de droits à polluer figurant à l'actif). Cette obligation doit être évaluée en fonction de la valeur de marché des droits à polluer correspondants et non en fonction de la valeur des droits figurant à l'actif.

Cette interprétation est d'application obligatoire à compter du 1^{er} mars 2005, mais son application anticipée est encouragée.

4 IFRIC4 sur les contrats de location insérés dans des contrats d'une autre nature

Cette interprétation publiée également en décembre 2004 répond au développement récent de contrats qui ne sont pas intitulés « contrats de location », mais incluent néanmoins un droit à utiliser un bien spécifique sur une période donnée en contrepartie de paiement(s). De tels contrats peuvent concerner par exemple l'externalisation de prestations,

ou un droit à utiliser une certaine capacité de transport de données téléphoniques, etc.

Ces divers contrats contiennent un contrat de location s'ils réunissent deux conditions :

- la réalisation du contrat dépend d'un actif spécifique (même si celui-ci n'est pas formellement désigné au contrat) ;
- le contrat confère un droit d'utiliser cet actif c'est-à-dire de contrôler l'essentiel de sa production.

Cette analyse des contrats doit être réalisée lors de leur mise en place. Elle ne fait l'objet d'une réévaluation que lorsque des éléments essentiels du contrat initial sont modifiés (modification des termes contractuels, modification substantielle de l'actif spécifique, exercice d'une option de prorogation).

Lorsqu'un contrat de location est identifié à l'issue de cette analyse, il doit être traité conformément à la norme IAS17 ce qui implique de distinguer les paiements liés à la location des autres paiements. Quand cette distinction n'est pas réalisable, les contrats de location-financement doivent donner lieu à la constatation d'un actif et d'une dette financière évalués en fonction de la juste valeur de l'actif. Dans le cas des contrats de location opérationnelle, il faut considérer que la totalité des paiements correspond aux loyers.

Cette interprétation peut être appliquée dès les premiers comptes comparatifs présentés conformément aux normes IFRS.

5 IFRIC5 sur les droits liés au financement des obligations de remise en état ou de réhabilitation

Cette interprétation porte sur les droits liés au financement des obligations de remise en état ou de réhabilitation lorsque ce financement présente les caractéristiques suivantes :

- les actifs de couverture sont gérés de façon distincte des obligations (confinement dans une structure juridique séparée ou « fonds ») ;
- les droits de l'entité contributrice à accéder aux actifs de financement font l'objet de restrictions.

Sauf à ce que l'entité contributrice n'encoure aucune obligation en cas de défaut de paiement du fonds, les actifs de couverture doivent être comptabilisés distinctement de la dette au titre des obligations de réhabilitation. L'entité doit analyser la substance du contrôle qu'elle exerce sur ces actifs de couverture et doit en conséquence appliquer les normes IAS27, IAS28,

2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

IAS31 et l'interprétation SIC-12. Si cette analyse conduit à réfuter tout contrôle exclusif, contrôle conjoint ou influence notable, un actif doit néanmoins être reconnu au bilan. Le montant de cet actif doit être la valeur la moins élevée entre l'évaluation de l'obligation de réhabilitation et celle de la quote-part de l'entité dans l'actif net du fond. Les variations de valeur de cet actif sont enregistrées au compte de résultat.

Certains événements sont susceptibles de nécessiter un accroissement futur des cotisations de financement. Tant que ces accroissements futurs demeurent improbables, ils ne constituent qu'un passif éventuel (pas d'accroissement de dette à constater au bilan mais information à fournir en annexe).

6 Les amendements de SIC-12 sur la consolidation des entités *ad hoc*

En novembre 2004, l'IFRIC a modifié le périmètre d'application de l'interprétation SIC-12 qui traite des entités *ad hoc*. À l'origine, cette interprétation excluait l'ensemble des programmes d'avantages au personnel traités par la norme IAS19.

Les programmes d'avantages au personnel intégrant une référence aux titres de l'entité (*share-based compensation*) entrent dans le champ d'application d'IFRS2 à partir du 1^{er} janvier 2005. L'amendement de SIC-12 permet de ne plus les exclure du périmètre de cette interprétation.

Cet amendement précise également que les programmes d'avantages à long terme destinés au personnel ne sont pas inclus dans le champ d'application de SIC-12.

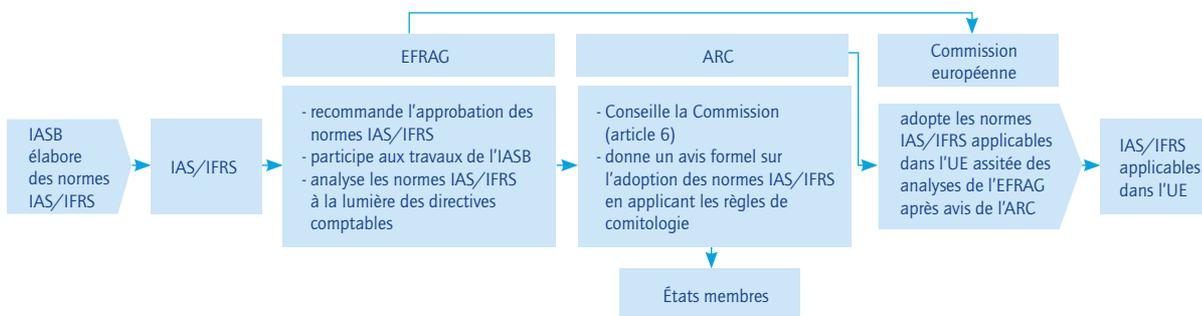
7 Les travaux à venir

Les sujets suivants doivent donner lieu à la publication d'un projet d'interprétation ou d'une interprétation définitive par l'IFRIC au cours de l'année 2005 :

	DATE DE PUBLICATION PRÉVUE
IFRIC6 – Première application d'IAS29 sur la production de comptes en économie hyper-inflationniste	2 ^e trimestre
IFRIC7 – Plans d'avantages au personnel incluant une garantie de rentabilité sur les contributions versées ou des contributions notionnelles	1 ^{er} trimestre
D12 – Contrats de concession – Détermination du modèle comptable	février 2005
D13 – Contrats de concession – Modèles des actifs financiers	février 2005
D14 – Contrats de concession – Modèles des actifs incorporels	février 2005
Compléments aux D13 et D14 – Exemples	février 2005
D15 – Périmètre d'application de IFRS2	1 ^{er} trimestre
D16 – Transactions sur les actions propres et transactions au sein d'un groupe	1 ^{er} trimestre
D17 – Ventes et reprise en location avec option d'achat	2 ^e trimestre
IFRIC8 – Contrats de concession – Détermination du modèle comptable	2 ^e semestre
IFRIC9 – Contrats de concession – Modèle des actifs financiers	2 ^e semestre
IFRIC10 – Contrats de concession – Modèles des actifs incorporels	2 ^e semestre
IFRIC11 – Modification de la contribution des employés aux plans de participation des employés au capital (ESPP)	2 ^e semestre
IFRIC12 - Périmètre d'application de IFRS2	2 ^e semestre
IFRIC13 - Transactions sur les actions propres et transactions au sein d'un groupe	2 ^e semestre
IFRIC14 - Ventes et reprise en location avec option d'achat	4 ^e trimestre

C L'état des lieux des normes IFRS approuvées par la Commission européenne

Le mécanisme d'approbation des normes IAS/IFRS



Source : AMF

Une avancée importante avait été réalisée en 2002 et 2003 avec la publication du règlement CE n° 1606/2002 qui impose le principe de l'adoption des normes IFRS pour les comptes consolidés des sociétés européennes cotées⁽¹⁾. Néanmoins l'ensemble des normes devant figurer dans la plate-forme 2005 précitée n'avait pas encore été produit par l'IASB. Ce retard a été comblé à la fin de 2003 et au début de 2004 par la publication de cinq nouvelles normes, et la modification de quatorze normes existantes. Chacune des normes (et chacune des interprétations) doit ensuite faire l'objet, au niveau européen, d'un avis de l'EFRAG⁽²⁾ sur les aspects techniques et d'une autorisation d'adoption par l'ARC⁽³⁾ sur le plan politique, ce dernier représentant le point de vue des États membres.

L'ARC a ainsi été conduit à statuer au cours de l'année 2004 tant sur les modifications apportées par l'IASB aux normes IAS1 à 41, que sur les nouvelles normes IFRS1 à 5.

Lors de sa séance du 3 février 2004, l'ARC a adopté à l'unanimité la norme IFRS1. Première application des IFRS.

Après de vifs débats⁽⁴⁾, lors de sa réunion du 1^{er} octobre 2004, l'ARC a partiellement approuvé la norme IAS39 révisée, relative à la comptabilisation des instruments financiers. Deux dispositions de cette norme ont été rejetées de façon temporaire. Elles portent sur :

- l'utilisation de l'option « juste valeur » pour les passifs (traitement qui est en contradiction avec l'art. 42 de la 4^e directive européenne) ;

- les paragraphes traitant des couvertures de portefeuille restreignant la prise en compte des dépôts à vue.

L'article 2 du règlement CE n° 1725/2003 modifié qui officialise cette approbation partielle prévoit néanmoins que ces questions soient réexaminées au plus vite (au plus tard le 31 décembre 2005). Les membres de l'ARC ont ainsi exprimé le souhait qu'une modification liée à l'option « juste valeur » puisse être adoptée en avril 2005 et que celle relative à la couverture de portefeuilles puisse l'être à la fin de l'année 2005.

Par des votes unanimes lors de la séance du 30 novembre 2004, les normes, modifications de normes et interprétations suivantes ont été adoptées par l'ARC :

- modifications des normes IAS1, 2, 8, 10, 15, 16, 17, 21, 24, 27, 28, 31, 33 et 40 ainsi que des interprétations SIC⁽⁵⁾ correspondantes ;
- les nouvelles normes IFRS3, 4 et 5 ainsi que les normes IAS36 et 38 modifiées ;
- la norme IAS32 sur la présentation des instruments financiers et l'interprétation IFRIC1⁽⁶⁾.

Enfin, lors de sa dernière séance, le 20 décembre 2004, l'ARC a adopté, à une très forte majorité, l'approbation de la norme IFRS2 sur les paiements en actions, à quelques heures d'intervalle de la publication aux États-Unis de la norme FAS123R, imposant un traitement comptable similaire des *stock-options*.

¹ La plupart des normes IAS ont été adoptées entre 2002 et 2003 (règlement CE n° 1725/2003) à l'exception des normes IAS32 et IAS39 sur les instruments financiers et des interprétations afférentes (SIC5, 16 et 17).

² European Financial Reporting Advisory Group.
³ Accounting Regulatory Committee ou Comité de réglementation comptable européen.

⁴ Au sein même de l'ARC, trois États membres (représentant 15 voix) se sont abstenus et quatre autres États ont voté contre la proposition d'adoption (soit 17 voix). Néanmoins, cette proposition d'adoption a recueilli une majorité

qualifiée (représentant 92 voix).
⁵ Standard Interpretation Committee, ancienne dénomination de l'organe d'interprétation des normes IAS.

⁶ International Financial Reporting Interpretation Committee.

2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

Les dernières interprétations (IFRIC 3 à 5) et la norme IFRS6 n'ont pas encore été approuvées par l'ARC. Cette dernière norme n'est d'application obligatoire qu'à compter du 1^{er} janvier 2006. IFRIC 2 devrait être approuvée au cours du premier semestre 2005.

D La coopération internationale et européenne en matière comptable

1 IOSCO Standing Committee 1 (SC1)

En 2004, le SC1 de IOSCO a consacré une partie importante de ses travaux à l'examen du projet de réforme de l'IASC *Foundation*, initié par ses *trustees* ⁽¹⁾. Il a également poursuivi ses travaux en matière de promotion des normes comptables internationales de haute qualité, notamment au travers de ses réponses aux exposés-sondages de l'IASB, de sa participation active en tant qu'observateur aux travaux de l'IFRIC ⁽²⁾ et de sa représentation au sein du *Standards Advisory Council* (SAC) ⁽³⁾.

2 Le CESR-Fin

Le CESR-Fin est un comité permanent du CESR, compétent pour toutes les questions d'information financière, présidé par John Tiner, directeur général, de la FSA, et dont le rôle principal consiste à accompagner l'introduction en Europe des normes IFRS au travers de ses deux sous-comités : le SISE (*Subcommittee on International Standards Endorsement*) présidé par Paul Koster, directeur général de l'AFM, l'autorité de régulation néerlandaise, est chargé d'évaluer la qualité du référentiel international dans la perspective des régulateurs de marché et le SCE (*Sub Committee on Enforcement*), présidé Lars Østergaard, directeur des affaires comptables du régulateur danois, est chargé de promouvoir une application convergente des normes en Europe. Il a également créé une *Audit Task Force* chargée pour suivre les développements relatifs à l'audit ⁽⁴⁾.

a) Le SISE

En 2004, les travaux du SISE se sont concentrés sur le mandat donné par la Commission européenne au CESR en matière d'équivalence des référentiels comptables de certains pays tiers à l'Union européenne avec les normes IFRS. Ce mandat trouve sa source dans les

directives 2003/71/CE concernant les prospectus et 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence des émetteurs, qui prévoient chacune, pour les émetteurs immatriculés dans un pays tiers à l'Union européenne, une exemption de publier les comptes conformément aux IFRS, pour autant que le référentiel comptable prévu par la législation du pays tiers soit jugé équivalent au référentiel de l'IASB. Le choix des pays tiers concernés par le premier examen (États-Unis, Canada, Japon) a été commandé par le nombre important d'émetteurs provenant de ces pays et cotés sur l'un des marchés européens. L'avis technique du CESR est requis par la Commission européenne au plus tard le 30 juin 2005.

Les travaux du SISE ont donné lieu à la publication par le CESR le 21 octobre 2004 d'un *concept paper*, soumis à consultation publique jusqu'au 22 décembre 2004. Les principaux éléments de ce document sont :

- une définition de l'équivalence et le rappel des objectifs recherchés en terme d'équivalence des référentiels comptables au bénéfice des investisseurs : intelligibilité, pertinence, fiabilité et comparabilité ;
- une méthodologie d'évaluation technique des référentiels étrangers, orientée vers la détection des divergences significatives ;
- les remèdes envisagés à un défaut d'équivalence (informations complémentaires, réconciliations et/ou retraitements) ;
- la mise en place d'un mécanisme de veille pour suivre l'évolution des différents référentiels évalués.

La phase d'évaluation des trois référentiels précités sera conduite en 2005.

b) Le SCE

Le sous-comité SCE du CESR-Fin a poursuivi, en 2004, ses travaux visant à garantir une approche convergente de la supervision, par les régulateurs européens, de l'application des IFRS par les sociétés cotées (*enforcement*). Ces efforts se sont particulièrement portés sur la mise en place d'un mécanisme permettant une coordination étroite et efficace entre l'ensemble des entités chargées en Europe de cette supervision

¹ Les Trustees forment l'organe de gouvernance de l'IASC Foundation, selon l'article 3 de sa constitution.

² L'OICV détient deux sièges d'observateur à l'IFRIC, dont un assuré par l'AMF.

³ L'OICV détient quatre sièges au SAC, dont un assuré par l'AMF.

⁴ Voir le point E3 ci-après.

(régulateurs de valeurs mobilières et autres organismes de type *financial review panels*). L'objectif est ici double : d'une part, assurer un haut niveau de qualité dans l'application des principes comptables internationaux et, d'autre part, éviter que les décisions individuelles prises dans chaque État membre de l'Union européenne ne conduisent au développement d'autant de référentiels comptables différents.

À cette fin, le SCE a élaboré un standard n° 2 sur le contrôle de l'information financière⁽¹⁾, fixant les bases de cette coordination. Ce standard, publié par le CESR le 22 avril 2004, fixe les trois principes suivants :

- lorsqu'une entité chargée au plan national de la vérification de la correcte application des normes comptables prend une décision vis-à-vis d'un émetteur, elle devrait tenir compte des décisions précédentes prises par ses homologues européens et, dans la mesure où les contraintes opérationnelles le permettent, discuter avec eux avant de prendre sa décision ;
- les décisions prises sont rapportées à une base de données centrale européenne ;
- les décisions pouvant avoir une incidence sur l'application harmonisée des IFRS au plan européen seront discutées au cours de sessions (EECS⁽²⁾) organisées par le sous-comité SCE et regroupant toutes les entités précitées.

La mise en œuvre concrète en 2004 du standard n° 2 s'est traduite par la rédaction d'un guide d'application soumis à consultation publique⁽³⁾ et par la tenue en janvier 2005 de la première session de l'EECS. La base de données devait être opérationnelle en avril 2005, soit quelques mois à peine après le basculement aux normes IFRS, le 1^{er} janvier 2005.

L'un des enjeux essentiels pour le SCE dans les mois à venir consistera à tracer clairement, par son action en matière de coordination, la frontière entre les questions relevant de l'*enforcement* et celles relevant de l'interprétation des normes IFRS, pour lesquelles seul l'IFRIC est compétent.

Le SCE a également contribué à l'élaboration du *concept paper* relatif à l'équivalence des référentiels étrangers, pour sa partie relative à la description des

mécanismes mis en place dans les pays tiers à l'Union européenne en matière de supervision publique de l'application des référentiels. Le SCE propose à la Commission européenne de décrire ces mécanismes en se fondant sur le standard n° 1 du CESR sur le contrôle de l'information financière⁽⁴⁾.

E L'harmonisation internationale des règles relatives aux auditeurs

1 Le groupe de travail de l'OICV

Le SC1 de l'OICV a poursuivi en 2004 ses travaux pour la promotion de normes internationales d'audit et d'indépendance des auditeurs de haute qualité. Ces travaux ont en particulier consisté en :

- l'élaboration d'un questionnaire⁽⁵⁾ relatif aux dispositifs de surveillance des auditeurs mis en place dans les différents pays membres du Comité technique et du Comité des pays émergents. Les résultats de ce questionnaire seront communiqués au printemps 2005. Ils permettront notamment de mesurer l'évolution des systèmes de surveillance des auditeurs depuis la publication en 2002 par l'OICV de ses recommandations relatives à l'indépendance et à la surveillance publique des auditeurs⁽⁶⁾ ;
- la préparation d'une réponse au projet de l'IAASB⁽⁷⁾ relatif à la clarification des normes d'audit. Cet important projet vise à établir une distinction nette dans les normes d'audit entre les diligences obligatoires dans tous les cas et celles présumées obligatoires, dont l'auditeur peut se départir s'il met en œuvre des procédures alternatives qu'il juge suffisantes pour atteindre l'objectif de la norme. Le SC n° 1 a manifesté son support à ce projet, moyennant le fait que l'utilisation par l'IAASB des diligences présumées obligatoires reste modérée et qu'elle ne remette pas en cause l'objectif de préservation de l'intérêt public attaché à un audit des comptes d'une entité faisant appel public à l'épargne ;
- l'examen de la question de la concentration des firmes d'audit au niveau mondial et son incidence potentielle sur la qualité des audits des groupes cotés. Si elle ne constitue pas une menace immédiate, la situation actuelle d'oligopole formé de quatre firmes doit être suivie de près.

¹ Financial Information – Co-ordination of enforcement activities.

² European Enforcers Coordination Sessions – EECS.

³ Guidelines for Implementation of Co-ordination of Enforcement of Financial Information.

⁴ Financial Information – Enforcement of Standards on Financial Information in Europe.

⁵ IOSCO Auditor Oversight Survey.

⁶ Principles for Auditor Oversight, Statement of the Technical Committee of IOSCO ; Principles of Auditor Independence and the Role of

Corporate Governance in Monitoring an Auditor's Independence, Statements of the Technical Committee of IOSCO, October 2002.

⁷ International Auditing and Assurance Standards Board.

2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

En 2005, le SC1 de l'OICV prévoit de poursuivre ses activités dans le domaine de l'audit, notamment au travers de sa participation aux *Consultative advisory groups* de l'IAASB et de l'*Ethics Committee* de l'IFAC, de ses contacts fréquents avec des membres de l'IAASB et de ses travaux sur les projets de normes de celui-ci. Il prévoit également de travailler sur les mandats que lui confierait le comité technique dans le cadre de la publication du rapport de la *task-force* « post Parmalat ».

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

Au cours de l'année 2004, le *Monitoring Group of Regulators*, regroupant les principaux représentants mondiaux des milieux de la régulation financière⁽¹⁾ et dont le coordinateur est le Président de l'AMF, vice-Président du Comité technique de l'OICV, a poursuivi ses discussions avec l'IFAC en vue de la mise en place effective du PIOB, *Public Interest Oversight Board*, dont la création avait été entérinée dans les statuts de l'IFAC en 2003. Le PIOB est composé de dix membres dont sept sont désignés par le *Monitoring Group* et deux devraient être désignés par la Commission européenne. Il a pour mission de superviser les procédures de tous les comités de l'IFAC dont les travaux relèvent de l'intérêt public (audit, éthique et éducation). Le Président de l'AMF a assuré au cours de 2004 la coordination des positions des membres du *Monitoring Group*.

La mise en place officielle du PIOB est intervenue à Paris le 28 février 2005.

3 La proposition de modernisation de la 8^e directive et la création par le CESR-Fin d'une *Audit Task Force*

La proposition de modernisation de la 8^e directive européenne de droit des sociétés, relative au contrôle légal des comptes, a été publiée le 16 mars 2004 par la Commission européenne. Ce projet très important a notamment pour ambition de placer le régime de l'audit des sociétés cotées européennes à un niveau équivalent à celui résultant de la loi Sarbanes-Oxley aux États-Unis. Le projet est articulé autour des principales propositions suivantes :

- fixer certains principes éthiques afin de garantir l'objectivité et l'indépendance des auditeurs, par

exemple lorsque les cabinets d'audit fournissent également d'autres services à leur clientèle. En la matière, les propositions de la Commission s'appuient sur le système d'inspiration libérale dit des « risques pour l'indépendance et mise en place de sauvegardes ». Ce système est moins contraignant que celui résultant en France de la loi de sécurité financière ;

- imposer une supervision publique rigoureuse de la profession et favoriser la coopération tant au plan européen qu'international ;

- imposer un système de contrôle-qualité externe aux cabinets ;

- imposer l'application des normes internationales d'audit à tous les audits effectués dans l'Union européenne.

La proposition comprend également une section spécifique pour les audits des entités d'intérêt public, dont font partie les sociétés cotées. Les dispositions spécifiques prévoient :

- la publication par les auditeurs d'un rapport de transparence sur leur organisation ;

- la formation au sein de l'organe de gouvernance de l'entité auditée d'un comité d'audit comprenant au moins un membre indépendant et compétent en matière de comptabilité et/ou d'audit. Le comité d'audit serait doté de pouvoirs particuliers en termes de sélection de l'auditeur et de vérification de son indépendance ;

- la rotation des associés signataires ;

- la réduction à trois ans de la fréquence du contrôle-qualité externe.

Cette proposition a fait l'objet de discussions au sein du Conseil européen, qui a marqué son accord politique sur un texte amendé par les États membres à la fin de 2003. La proposition est actuellement examinée par le Parlement européen et devrait aboutir à une directive dans le courant de 2005.

¹ IAIS (International Association of Insurance Regulators), Banque Mondiale, Comité de Bâle, FSF, OICV.

Afin d'accompagner le mouvement de modernisation de l'audit au sein de l'Union européenne, CESR-Fin a créé un nouveau sous-comité permanent chargé de suivre toutes les questions relatives à l'audit, l'*Audit Task Force* (ATF), dont la présidence a été confiée à l'AMF. L'ATF a débuté ses travaux au cours de l'année

2004 et proposera au printemps 2005 à CESR-Fin son programme de travail pour les trois années à venir. L'ATF devrait notamment assurer une représentation des régulateurs européens dans le processus de comitologie envisagé dans la proposition de la Commission européenne.

5 LA COOPÉRATION INTERNATIONALE DE L'AMF

A La coopération bilatérale

Dans le cadre de ses activités de coopération internationale, l'AMF a constamment recherché à renforcer les liens de coopération avec ses homologues étrangers. Ainsi, l'AMF a poursuivi cette année les rencontres bilatérales menées précédemment par la COB et le CMF en recevant cette année plus d'une vingtaine de délégations. Ces rencontres bilatérales ont permis d'échanger points de vue et expériences concrètes sur des sujets extrêmement divers, liés à la régulation financière et à la formation professionnelle.

La COB avait signé 35 accords de coopération avec ses homologues étrangers organisant les échanges d'informations, le déroulement des enquêtes et la coopération technique, etc. La continuité de ces engagements internationaux était prévue par la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003, ils ont donc été repris par l'AMF. Ces relations bilatérales sont renforcées par la signature de deux conventions multilatérales entre les membres du CESR (27 signataires) et de l'OICV (22 signataires).

Par ailleurs, au cours de l'année écoulée, l'AMF a poursuivi la coopération avec ses homologues étrangers en matière d'enquête et de surveillance des marchés et d'échange d'informations sur les intermédiaires financiers. Ainsi en 2004, 32 enquêtes ont été ouvertes par l'AMF à la demande d'autorités étrangères qui concernaient principalement des opérations réalisées par des intermédiaires en France sur des titres cotés à l'étranger⁽¹⁾.

B L'Institut francophone de la régulation financière (IFREFI)

Mis en place progressivement à partir de l'année 2000 à l'initiative de la COB, l'Institut francophone de la régulation financière est une structure souple de dialogue et de coopération réunissant l'ensemble des autorités de régulation des marchés financiers qui utilisent le français comme langue de travail.

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

La réunion des Présidents fournit l'occasion d'un échange de points de vue à haut niveau sur l'actualité financière internationale et de traiter un thème d'intérêt commun en profondeur. Cette année, à l'invitation de la CFB suisse. Cette réunion a porté sur le thème des standards internationaux applicables à la régulation financière, leur élaboration, leurs objectifs ainsi que les programmes de vérification de leur application effective développés par le FMI et la Banque mondiale ou encore par l'OICV. Cette réunion a rassemblé 18 participants représentant 25 pays et 13 marchés financiers⁽²⁾ et accueilli cinq nouveaux signataires de la charte représentant les autorités de régulation de Monaco, de la Tunisie, de la CEMAC (Communauté économique et monétaire d'Afrique centrale), du Cameroun et de la Roumanie.

Le séminaire de formation à destination des personnels des autorités francophones de marché, qui suit traditionnellement cette réunion, a cette année traité des problématiques relatives à la supervision des organismes de placement collectif, de la gestion et de l'épargne.

¹ Voir infra chapitre V page 181.

² Étaient représentés l'Algérie (COSOB), la Belgique (CBFA), le Cameroun (CMF), la Communauté économique et monétaire d'Afrique centrale (CEMAC qui rassemble 5 pays),

la France (AMF), le Luxembourg (CSSF), le Maroc (CDVM), le Québec (AMF), la Suisse (CFB), l'Union monétaire ouest africaine (UMOA qui rassemble 8 pays), la Tunisie, la principauté de Monaco et la Roumanie.

C Le comité d'application des principes et programme pilote de l'OICV

Le comité d'application des principes de l'OICV a poursuivi ses travaux en 2004 en favorisant par tous les moyens l'accessibilité à la *Méthodologie pour l'évaluation de la transposition des principes de l'OICV* qui constitue le principal outil d'analyse de la réglementation. Deux séminaires régionaux de formation des personnels des autorités de régulation à l'usage de la méthodologie se sont tenus à Bombay (en avril) pour la région Asie-Pacifique, et à Bahreïn (en novembre) pour la région Afrique et Moyen-Orient.

L'AMF a pour sa part contribué à ces initiatives en participant à l'animation des séminaires régionaux de l'OICV, en finançant la traduction de *la Méthodologie* en français, ou encore en contribuant aux côtés de ses homologues francophones réunis au sein de l'IFREFI, à l'animation d'un séminaire de formation en français sur l'ensemble des aspects de la régulation financière couverts par la méthodologie.

3

CHAPITRE

Les opérations
financières
et la qualité de
l'information

- 92 | **1** L'évolution réglementaire
- 97 | **2** L'évolution de l'activité
- 113 | **3** Le contentieux de la recevabilité
des offres et de l'information
- 115 | **4** Les aspects comptables
- 125 | **5** Le rapport de l'AMF sur
les agences de notation

LES OPÉRATIONS FINANCIÈRES ET LA QUALITÉ DE L'INFORMATION

1 L'évolution réglementaire

L'année 2004 a été riche en évolutions réglementaires dans le domaine des opérations financières. À plusieurs reprises, l'AMF a publié au cours de l'année écoulée des positions de principe à l'occasion de l'examen de projets innovants d'émetteurs ou de la mise en œuvre de nouveaux textes communautaires ou nationaux, législatifs ou réglementaires.

A L'ordonnance sur les valeurs mobilières du 24 juin 2004

Par une ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004, prise en application de la loi n° 2003-591 du 2 juillet 2003, le législateur a simplifié le droit des valeurs mobilières, notamment en unifiant le régime des titres donnant accès au capital. Il a également autorisé la création d'actions de préférence, avec ou sans droits de vote.

L'ordonnance a modifié par ailleurs les conditions d'autorisation des augmentations de capital par l'assemblée générale extraordinaire et autorisé plus largement la subdélégation du conseil d'administration au directeur général pour leur mise en œuvre.

Elle a également assoupli les conditions de réalisation des augmentations de capital sans droit préférentiel de souscription en retenant les recommandations (formulées par la COB depuis de nombreuses années et reprises dernièrement dans le rapport remis en juin 2002 par le groupe de travail présidé par Jean-François Lepetit sur les nouvelles formes d'augmentation de capital⁽¹⁾, puis par l'AMF), de substituer à la référence de la moyenne des cours de dix jours de bourse sur les vingt jours de bourse précédant l'émission, prise en compte pour le calcul du prix minimum de l'opération, une référence moins contraignante en cas de baisse des cours ou de forte volatilité. Cette référence fixée par le décret n° 2005-112 du 10 février 2005 est la moyenne des cours des trois jours de bourse précédant l'opération ; elle peut être assortie d'une décote que le décret d'application a fixée à 5 % maximum.

L'ordonnance a en outre ouvert à l'assemblée générale la faculté d'autoriser des augmentations de capital sans droit préférentiel de souscription, sans prix minimum et dans la limite de 15 % du capital par an.

Enfin, elle a inscrit dans la loi certaines pratiques de place comme le délai de priorité et la rallonge qui permet d'ajuster la taille de l'offre dans la limite de 15 %.

B Les obligations d'information des émetteurs

Les obligations positives d'information qui pèsent sur les émetteurs et toute autre personne qui préparent des opérations financières de l'AMF ont été rassemblées dans le livre II du règlement général de l'AMF, adopté en novembre 2004. Les dispositions relatives aux manquements à ces obligations et aux présomptions de légitimité (*safe harbour*, pratiques acceptées de marché) sont exposées au livre VI⁽²⁾ de ce règlement. Le livre II sera brièvement analysé dans le présent chapitre.

Le livre II, intitulé « Émetteurs et information financière », comprend cinq titres :

Titre I^{er} : Appel public à l'épargne.

Titre II : Information périodique et permanente.

Titre III : Offres publiques d'acquisition.

Titre IV : Programmes de rachat de titres de capital admis aux négociations sur un marché réglementé et déclaration des opérations.

Titre V : Commercialisation en France d'instruments financiers négociés sur un marché étranger reconnu ou sur un marché réglementé de l'EEE.

Le titre I^{er}, relatif à l'appel public à l'épargne, reprend à droit constant les dispositions des règlements de la COB n°s 98-01, 95-01 et 98-08 en matière d'information financière.

Les émetteurs qui souhaitent effectuer une opération en vue de l'admission aux négociations sur un marché réglementé d'instruments financiers ou de l'émission d'instruments financiers dont ils demandent l'admission aux négociations sur un marché réglementé sont soumis au chapitre I^{er} relatif au Premier marché et au Second marché (articles 211-1 à 211-42) ainsi qu'au chapitre II pour les opérations effectuées sur le Nouveau marché (articles 212-1 à 212-15). Les opérations d'appel public à l'épargne sans admission aux négociations sur un marché réglementé d'instruments financiers relèvent du chapitre IV (articles 214-1 à 214-21).

¹ Bulletin mensuel COB, n° 371 de septembre 2002, pages 101 à 117.

² Le livre VI sera présenté au chapitre V de ce rapport, relatif à la surveillance et à la discipline des marchés, pages 172 et suivantes.

3 LES OPÉRATIONS FINANCIÈRES ET LA QUALITÉ DE L'INFORMATION

La création de la cote unique Eurolist le 21 février 2005 emporte la suppression des dispositions du chapitre II relatives au Nouveau marché à l'exception de l'article 212-5 concernant l'établissement du document de référence dont l'obligation perdure pour les sociétés du Nouveau marché pour l'exercice en cours. Sont également supprimées, à compter de cette date, les dispositions spécifiques du chapitre I^{er} relatives au Second marché.

Le chapitre III, relatif au droit d'opposition de l'AMF à l'admission des instruments financiers aux négociations sur un marché réglementé, reprend le règlement COB n° 96-01 et comporte un cas d'opposition supplémentaire : celle-ci peut également être mise en œuvre lorsque le défaut d'indépendance des commissaires aux comptes est manifeste (article 213- 2).

Le chapitre V (articles 215-1 à 215-3) reprend sans modification de fond les règlements COB n°s 98-09 et 98-10 respectivement relatifs aux opérations effectuées par dérogation aux règles de l'appel public à l'épargne et à la perte du statut d'émetteur faisant appel public à l'épargne.

Le Titre II traite de l'information périodique et permanente. La première section du chapitre I^{er} est relative à l'information comptable et financière (articles 221-1 à 221-5) ; elle reprend le règlement COB n° 87-04 en matière de publication du rapport et du tableau d'activité et de résultats semestriels sous forme consolidée et intègre la recommandation COB n° 99-01 relative au mode d'établissement et de présentation des comptes intermédiaires par les sociétés faisant appel public à l'épargne. La seule disposition nouvelle concerne l'obligation pour l'émetteur de présenter une information *pro-forma* en cas de changement de périmètre ayant un impact sur les comptes supérieur à 25 % (article 221-1). La seconde section (articles 221-6 à 221-8) porte sur les informations relatives au gouvernement d'entreprise et au contrôle interne, en application de la loi de sécurité financière.

La première section du chapitre II définit les obligations d'information du public à la charge d'un émetteur et de toute autre personne agissant pour le compte de celui-ci qui préparent des opérations susceptibles d'avoir une incidence significative sur le cours du titre (articles 222-1 à 222-11). Elle comporte des dispositions nouvelles issues de la transposition des directives abus de marché. La principale innovation réside dans le fait que l'information sur laquelle portent les obligations de l'émetteur est définie par référence à l'article 621-1 (livre VI), c'est-à-dire qu'elle se confond avec l'information privilégiée.

Les sections II, III et IV portent respectivement sur les franchissements de seuils (article 222-12), les pactes d'actionnaires (article 222-13) et les opérations des dirigeants et des personnes qui leur sont étroitement liées sur les titres de la société, en application des directives abus de marché et transparence et de la loi de sécurité financière (articles 222-14 et 222-15).

Le Titre III articule les textes de la COB et du CMF en matière d'offres publiques d'acquisition : le Titre V du règlement général du CMF et le règlement COB n° 2002-04 ont été refondus à droit constant, dans l'attente de l'unification des procédures héritées du CMF (avis de recevabilité) et de la COB (visa de la note d'information).

Le Titre IV reprend en partie le règlement de la COB n° 98-02 et transpose certaines dispositions des directives abus de marché relatives aux programmes de rachat de titres de capital admis aux négociations sur un marché réglementé.

Le Titre V reprend sans modification le règlement COB n° 99-04 sur la commercialisation en France d'instruments financiers négociés sur un marché étranger reconnu ou sur un marché réglementé de l'Espace économique européen.

C Le rachat d'actions

Le règlement européen CE n° 2273/2003 de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive abus de marché en ce qui concerne les dérogations prévues pour les programmes de rachat et la stabilisation d'instruments financiers est entré en vigueur le 13 octobre 2004.

Le règlement européen fixe les conditions que les émetteurs doivent respecter afin de pouvoir bénéficier de la présomption irréfragable (*safe harbour*) prévue par la directive précitée. Ces conditions peuvent être classées en quatre catégories distinctes :

- les objectifs : le règlement européen limite les opérations de rachat pouvant bénéficier du *safe harbour* à celles réalisées afin de réduire le capital de l'émetteur ou de lui permettre de couvrir des plans d'options ou des titres de créance convertibles en actions ;
- l'information du marché : outre l'obligation d'informer le marché des principales caractéristiques du programme de rachat préalablement à sa mise en œuvre, le règlement européen introduit une nouvelle obligation de publication du détail des opérations au plus tard à la fin de la septième journée boursière suivant leur date d'exécution ;

- les conditions d'intervention : le règlement européen encadre les opérations de rachat en imposant une contrainte sur le prix d'intervention et le volume des opérations de rachat ;
- les restrictions : afin de bénéficier du *safe harbour*, les émetteurs ayant mis en œuvre un programme de rachat d'actions doivent enfin respecter deux restrictions. La première concerne l'obligation de s'abstenir de céder des actions propres pendant la durée du programme. La seconde restriction porte sur l'existence de « fenêtres négatives » ou de périodes pendant lesquelles l'émetteur ne doit pas intervenir sur ses propres titres.

L'AMF a publié le 13 octobre 2004 un communiqué de presse annonçant l'entrée en vigueur du règlement européen et indiquant les grandes lignes du nouveau régime de rachat d'actions. Ce communiqué a été complété par la publication dans la revue mensuelle de l'AMF⁽¹⁾ d'un article commentant les dispositions du règlement et de deux instructions précisant d'une part, les modalités de publicité et de déclaration des opérations réalisées dans le cadre d'un programme de rachat ou de mesures de stabilisation d'un instrument financier, et d'autre part, les conditions générales dans lesquelles les émetteurs peuvent céder les actions propres acquises avant le 13 octobre 2004.

Enfin, comme annoncé lors de l'entrée en vigueur du règlement européen, l'AMF a reconnu deux pratiques de marché liées au rachat d'actions⁽²⁾ : les contrats de liquidité ainsi que l'achat d'actions aux fins de conservation et de remise ultérieure en paiement dans le cadre d'opérations de croissance externe. En effet, la directive abus de marché prévoit la possibilité de poursuivre les activités ou pratiques déjà admises sur les marchés pour autant qu'elles ne soient pas constitutives de manipulations et répondent à une liste de critères fixés par la directive 2004/72 du 29 avril 2004 portant modalités d'application de la directive.

D Les augmentations de capital réservées à des catégories de personnes

Au vu des premiers projets de résolutions d'assemblée générale autorisant des augmentations de capital réservées à des catégories de personnes telles que prévues par le nouveau dispositif introduit par la loi

du 1^{er} août 2003, il a semblé nécessaire⁽³⁾ de rappeler aux émetteurs qu'il revient à l'assemblée générale des actionnaires de fixer de façon suffisamment détaillée les critères d'identification de la catégorie à laquelle appartiennent les bénéficiaires de ces opérations. La seule référence à la catégorie des investisseurs qualifiés tels qu'énumérés dans le décret n° 98-880 du 1^{er} octobre 1998 n'a pas été jugée suffisamment précise pour éviter un contournement éventuel des règles relatives aux augmentations de capital sans droit préférentiel de souscription soumises au respect d'un prix plancher par référence au cours de bourse.

E La loi Dutreil et la publication des engagements de conservation conclus par les actionnaires

La loi Dutreil du 1^{er} août 2003 pour l'initiative économique a mis en place un régime d'exonération fiscale au bénéfice des actionnaires de sociétés, cotées ou non, ayant conclu entre eux des engagements de conservation de leurs actions pendant une certaine durée. La loi prévoit que lorsque ces engagements portent sur des titres admis aux négociations sur un marché réglementé, ils sont soumis aux dispositions de l'article L. 233-11 du code de commerce relatives à la transmission de certains pactes à l'Autorité des marchés financiers et à leur publicité. L'AMF a ensuite précisé la portée de ces obligations⁽⁴⁾. Elle considère ainsi que l'engagement collectif de conservation conclu par les actionnaires d'une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, dans la mesure où il ne confère pas à ses signataires un avantage contractuel particulier (prix ou droit), ne peut être qualifié intrinsèquement comme la clause prévoyant des conditions préférentielles d'acquisition ou de cession mentionnée à l'article L. 233-11 du code de commerce. Il en résulte que les accords qui se limitent strictement à l'engagement ouvrant droit à exonération n'ont pas à être communiqués à l'AMF dans le cadre de cet article et que, par conséquent, aucune publicité ne doit leur être assurée par cette dernière.

En revanche, si ces accords comportent de manière surabondante des clauses autres relevant de la catégorie de celles mentionnées à l'article L. 233-11 (clauses de préemption par exemple), ils doivent alors faire l'objet d'une transmission à l'AMF, mais à ce titre uniquement.

¹ Revue mensuelle de l'AMF n° 12 de mars 2005.

² Publiées au BALO le vendredi 1^{er} avril 2005 et dans la Revue mensuelle de l'AMF n° 13 d'avril 2005.

³ Revue mensuelle de l'AMF n° 8 de novembre 2004.

⁴ Revue mensuelle de l'AMF n° 6 de septembre 2004.

3 LES OPÉRATIONS FINANCIÈRES ET LA QUALITÉ DE L'INFORMATION

En considération de la signification économique que revêt pour une société cotée ce type d'accord d'incessibilité et de ses conséquences dans le cas où une personne briguerait son contrôle au moyen du dépôt d'une offre publique, il importe par ailleurs que son existence et ses principales caractéristiques soient connues le plus vite possible du marché. Ces publications sont effectuées soit dans le cadre du rapport annuel, du document de référence, du prospectus ou d'une note d'opération soit dans le cadre d'un communiqué spécifique à la diligence de l'émetteur concerné, ce dernier étant nécessairement informé de l'existence des accords puisque l'administration fiscale sollicite de sa part une attestation annuelle certifiant que les conditions d'exonération énoncées par la loi sont remplies. L'AMF a également précisé le contenu attendu de ce communiqué.

F La déclaration par les dirigeants de leurs opérations sur les titres de la société

Le nouveau régime de transparence des opérations des dirigeants sur les titres de leur société fait suite à une recommandation de l'AMF rendue obligatoire par la directive abus de marché.

En 2002, la COB avait en effet publié une recommandation ⁽¹⁾ qui invitait les émetteurs à communiquer au marché à la fin de chaque semestre un état des opérations réalisées par les dirigeants assorties de certaines exceptions, telle l'exclusion portant sur les options de souscription ou d'achat d'actions.

En 2003, la loi de sécurité financière a opéré une transposition par anticipation de la directive-cadre abus de marché (2003/6/CE) en introduisant un nouvel article L. 621-18-2 dans le code monétaire et financier. Il en est résulté l'obligation pour les dirigeants et les personnes qui leur sont étroitement liées de communiquer à l'émetteur faisant appel public à l'épargne les informations relatives aux opérations sur les titres de la société, à charge pour cet émetteur de communiquer ces données à l'AMF et au public selon des modalités et des conditions devant être précisées par le règlement général et par un décret en Conseil d'État.

Les modalités d'application du régime de transparence des opérations réalisées par les dirigeants et les personnes qui leur sont étroitement liées sur les titres de la société ont été fixées par les articles 222-14 et 222-15 du règlement général : le délai de déclaration à l'AMF et au marché est de cinq jours, le seuil de cession au-delà duquel les opérations doivent être déclarées est établi à 5 000 euros et le contenu du communiqué destiné au public est défini.

Par communiqué en date du 27 décembre 2004, l'Autorité a souhaité clarifier ce nouveau dispositif.

Les précisions apportées ont tenu compte des avancées issues des textes abus de marché et maintiennent dans la mesure du possible les contours de la recommandation COB n° 2002-01 relative à la déclaration par les mandataires sociaux des transactions effectuées sur les titres de leur société.

Il y est notamment précisé que les émetteurs doivent communiquer à l'AMF et rendre publiques, au moyen d'un communiqué, les opérations sur instruments financiers réalisées et déclarées (sur une base individuelle et nominative) par leurs dirigeants dans les cinq jours de négociation à compter de la réception de la déclaration de ces opérations.

Pour l'application du seuil de déclaration de 5 000 euros ⁽²⁾, le communiqué indique que la computation s'opère par dirigeant et par année civile, en agrégeant l'ensemble des opérations réalisées par un dirigeant et les opérations réalisées par les personnes qui lui sont étroitement liées.

Dans l'attente de la publication du décret en Conseil d'État qui viendra préciser la notion de « personne étroitement liée », il a été recommandé aux dirigeants de communiquer également aux émetteurs les opérations qui leur sont déclarées par les personnes qui leur sont liées par référence à la définition communautaire ⁽³⁾, et en tout cas celles du conjoint non séparé de corps et des enfants à charge résidant chez eux.

Si une déclaration est due s'agissant d'options de souscription ou d'achat d'actions à l'occasion de leur exercice même non suivi d'une cession des actions

¹ Recommandation de la COB n° 2002-01.

² Mentionné au deuxième alinéa de l'article 222-14 du règlement général de l'AMF.

³ Liste mentionnée à l'article 1^{er}, 2) de la directive 2004/72/CE.

obtenues, certaines opérations ne sont pas soumises à ce régime de transparence. On citera :

- les donations, donations-partages et successions (mais il s'applique aux acquisitions ou souscriptions des titres faisant l'objet de la donation) ;
- les opérations réalisées par des intermédiaires en vertu d'un mandat exercé dans le cadre du service de gestion de portefeuille pour compte de tiers à la condition que le mandant n'intervienne pas dans la gestion du mandat ;
- ou les opérations réalisées par les personnes morales mandataires sociales au sein du groupe auquel elles appartiennent.

Une instruction de l'AMF viendra préciser le format de déclaration de ces opérations.

G Le rapport 2004 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et les procédures de contrôle interne

L'AMF a rendu public le 13 janvier 2005 son premier rapport sur le gouvernement d'entreprise et les procédures de contrôle interne des émetteurs faisant appel public à l'épargne⁽¹⁾, en application de l'article 122 de la loi de sécurité financière⁽²⁾.

L'analyse des informations publiées par les sociétés cotées a été menée sur la base d'un échantillon de 118 rapports et complétée par des entretiens avec des émetteurs et leurs cabinets d'audit.

Ce premier exercice d'application montre que les dispositions de la loi de sécurité financière⁽³⁾ ont contribué à l'amélioration de l'information des actionnaires et à un effort d'organisation et de formalisation des procédures de contrôle interne des sociétés concernées.

Les principaux constats présentés dans ce rapport ont porté sur les thèmes suivants :

- le gouvernement d'entreprise : la composition, le rôle et la tenue des réunions du conseil d'administration/ de surveillance, les comités spécialisés, l'évaluation des travaux du conseil et la limitation des pouvoirs du directeur général ;

- les procédures de contrôle interne : la description des procédures de contrôle interne, les diligences mises en œuvre, l'évaluation des procédures par les dirigeants et les rapports des commissaires aux comptes.

Sur la base des constats effectués, l'AMF a confirmé que ses recommandations passées en matière de gouvernement d'entreprise et les orientations qu'elle avait publiées en janvier 2004 dans le domaine des procédures de contrôle interne doivent continuer à inspirer les sociétés cotées.

En particulier, l'AMF a réitéré son souhait que les sociétés développent l'information du marché sur le mode de fonctionnement du conseil d'administration et des comités spécialisés, des travaux que ceux-ci conduisent, des critères éventuels de leurs prises de décision spécifiques et des évaluations régulières auxquelles ils se livrent. La limitation apportée par le conseil aux pouvoirs du directeur général de la société doit le cas échéant faire l'objet d'une analyse circonstanciée.

Dans le domaine du contrôle interne, les entretiens qu'a menés l'AMF ont montré que la préparation du rapport public a incité les entreprises à développer des efforts particuliers pour analyser, évaluer et dans certains cas parfaire les systèmes en place. Il est apparu dès lors souhaitable à l'avenir que les rapports soient plus illustratifs des diligences effectuées et notamment du degré d'implication du conseil ou des comités spécialisés dans le processus d'élaboration du rapport et s'attachent à présenter les projets éventuels et le degré d'avancement des travaux d'amélioration entrepris suite à l'examen des systèmes en place.

Enfin, à la différence de la gouvernance d'entreprise, qui bénéficie désormais de standards de place auxquels les émetteurs peuvent se référer, l'absence d'un référentiel unanimement admis sur le contrôle interne en rend la description plus difficile et peut constituer un frein pour parvenir à terme à une évaluation de l'adéquation et de l'efficacité des systèmes. La mise en place d'un tel référentiel, compatible avec les standards internationaux, a ainsi été présentée comme constituant un objectif prioritaire au niveau de la place.

¹ Revue mensuelle de l'AMF, n° 10 de janvier 2005.

² L'AMF a défini dans son règlement général (articles 221-6 à 221-8) les conditions de publication des informations relatives

au rapport du président – moment, forme et canaux de diffusion – devant être respectées par les émetteurs faisant APE.

³ Selon l'article 117, le président du conseil d'administration ou du conseil de surveillance de toute société anonyme doit désormais « rendre compte » à l'assemblée générale annuelle, dans un rapport joint au

rapport de gestion, « des conditions de préparation et d'organisation des travaux du conseil ainsi que des procédures de contrôle interne mises en place par la société ». Ce rapport doit en outre, pour les

sociétés anonymes à conseil d'administration, indiquer « les éventuelles limitations que le conseil d'administration apporte aux pouvoirs du directeur général ».

3 LES OPÉRATIONS FINANCIÈRES ET LA QUALITÉ DE L'INFORMATION

L'AMF a proposé en conséquence la création d'un groupe de travail afin d'établir une position commune entre émetteurs, auditeurs et régulateurs sur cette question et porter le sujet au niveau européen dès que possible.

2 L'évolution de l'activité

A Les opérations financières

1 Les introductions, émissions, cessions et admissions de titres de capital ou donnant accès au capital

Après trois années de baisse du nombre d'introductions en bourse, l'année 2004 a connu un regain d'activité sur les marchés réglementés avec un total de 29 nouvelles cotations contre 11 en 2003 et 19 en 2002.

	2003	2004	VARIATION
Visas d'introduction de sociétés sur un marché réglementé	11	29	+ 18
Premier marché	7 ⁽¹⁾	16 ⁽²⁾	+ 9
Second marché	4	13 ⁽³⁾	+ 9
Nouveau marché	0	0	0

Source : AMF

Les sociétés étrangères ont compté pour un tiers dans ces opérations. Parmi ces dernières, six sociétés européennes ont choisi d'utiliser la procédure dite « Eurolist » pour l'admission de leurs titres sur un marché réglementé en France (en dérogation de l'établissement de prospectus en application de l'article 211-13 du règlement général de l'AMF). Quatre de ces sociétés ont demandé une cotation à Paris pour bénéficier notamment du régime spécial des sociétés d'investissements immobiliers cotées (SIIC) entré en vigueur en France en 2004.

Hormis les cotations « Eurolist », ces opérations d'introduction ont toutes été réalisées en application de la nouvelle procédure de visa ⁽⁴⁾, sans soulever de difficultés particulières relativement à cette procédure. Les sociétés ont ainsi fait enregistrer leurs documents de

base dans un premier temps, puis ont fait viser une note d'opération lors du lancement effectif du placement.

Six sociétés ont été transférées du Marché libre au Second marché, une du Nouveau marché vers le Second marché et quatre nouveaux OPCVM indiciels ont été admis sur le Premier marché d'Euronext Paris en 2004, contre six l'année précédente.

Parmi les sociétés nouvellement introduites figure SES Global dont l'introduction a été réalisée par la cotation, pour la première fois en France, d'*European Fiduciary Receipts* ⁽⁵⁾ tels que prévus par l'article 211-36 du règlement général de l'AMF.

Par ailleurs, le nombre des radiations est resté très élevé en 2004 avec 55 radiations (contre 63 en 2003). Neuf radiations ont fait suite à des liquidations judiciaires, cessions d'actifs ou dissolutions et sept ont été effectuées après une opération de fusion-absorption mais la grande majorité (les 37 restantes) est intervenue à la suite d'offres publiques de retrait obligatoire ou de procédures ordonnées de retrait. En outre, huit radiations ont concerné des sociétés étrangères. À cet égard, l'AMF a recommandé ⁽⁶⁾, dès lors que la diffusion des actions de ces sociétés étrangères parmi les porteurs individuels en France est significative, de mettre en place une offre de cession centralisée en fractionnant cette procédure de cession en deux ou plusieurs centralisations pour limiter le risque de marché encouru par les actionnaires du fait des délais de cession.

Les opérations sur le marché primaire sont également en hausse et ont profité de la bonne tenue des marchés en 2004 avec 56 émissions en 2004 contre 50 en 2003. Elles se répartissent de la façon suivante :

¹ Dont 6 fonds indiciels cotés.

² Dont 4 fonds indiciels cotés.

³ Dont 6 transferts du Marché libre et 1 transfert du Nouveau marché.

⁴ Bulletin mensuel COB n° 370 de juillet 2002.

⁵ Ces instruments sont des titres au porteur émis par un dépositaire-fiduciaire dit « le fiduciaire » (en général, un établissement de crédit) en contrepartie de la remise à son profit d'actions par l'investisseur.

Un contrat-cadre de dépôt fiduciaire (Fiduciary Deposit Agreement) régit les relations contractuelles entre la société, le fiduciaire et les différents porteurs des titres qui adhèrent à la convention. Le fiduciaire est tenu aux obligations classiques d'un

dépositaire, notamment la ségrégation des actifs fiduciaires et des autres actifs. Il est également tenu aux obligations spécifiques stipulées dans le contrat de Fiduciary Deposit.

⁶ Revue mensuelle de l'AMF n° 4 de juin 2004.

	2003	2004	VARIATION
ÉMISSIONS ET ADMISSIONS SUR UN MARCHÉ RÉGLEMENTÉ	50	56	+ 6
1. Avec maintien du droit préférentiel de souscription	27	29	+ 2
actions	23	20	- 3
ABSA	2	5	+ 3
ABOASA	1	0	- 1
OBSAR	0	1	+ 1
OSRA	1	0	- 1
ORA	0	3	+ 3
2. Avec suppression du droit préférentiel de souscription	23	27	+ 4
actions	2	5	+ 3
ABSA	1	4	+ 3
ABOASA	1	0	- 1
BSA	0	2	+ 2
CCI	0	0	0
OCEANE	10	7	- 3
TDIRA	1	0	- 1
OCA	1	3	+ 2
OBSAR	5	4	- 1
ORA	1	0	- 1
ORAN	1	0	- 1
Parts sociales	0	1	+ 1

Source : AMF

Le nombre d'émissions par appel public à l'épargne sans cotation a légèrement augmenté (23 contre 20 en 2003) et celui des cessions par appel public à l'épargne a fortement diminué (3 contre 13 en 2003). Le Marché libre, pour sa part, est resté actif avec 19 nouvelles sociétés inscrites en 2004 contre 15 en 2003.

Les émissions réservées suivies d'une admission des titres sur un marché réglementé sont passées de 22 en 2003 à 10 en 2004, marquant un ralentissement des restructurations d'entreprises comportant une émission réservée à un ou plusieurs repreneurs.

Enfin, pour la deuxième année consécutive, les sociétés ont procédé à un nombre important d'attributions gratuites de bons de souscription d'actions avec 16 émissions en 2004.

2 Les visas relatifs aux émissions et admissions de titres de créance

Le nombre d'émissions et admissions de titres de créance visées a fortement baissé, passant de 291 en 2003 à 239 en 2004. Ce chiffre comprend 95 émissions visées de bons d'option contre 185 en 2003. Cette baisse s'explique en réalité par la mise en œuvre en 2004 de la nouvelle procédure d'émission de bons d'options, qui remplace le document visé par un simple communiqué dès lors que la société a fait enregistrer au préalable un programme d'émission de bons. Au cours de l'année 2004, l'AMF a également précisé les critères d'exigibilité des actions retenues comme sous-jacents des bons d'option en collaboration avec les émetteurs de bons d'option et en accord avec les critères objectifs posés par le MONEP⁽¹⁾.

3 Les documents de référence

	2003	2004	VARIATION
1. Documents de référence	390	388	- 2
<i>contrôlés a posteriori</i>	218	268	+ 50
<i>contrôlés a priori</i>	172	120	- 52
2. Actualisations et rectifications	121	82	- 39
<i>Rectifications de documents de référence (tous documents)</i>	34	15 ⁽²⁾	- 19
<i>Actualisations de documents de référence (tous documents)</i>	87	67 ⁽³⁾	- 20
3. Documents de base d'introduction sur un marché réglementé	2	19	+ 17

Source : AMF

Sur les 268 documents de référence contrôlés selon la procédure de contrôle *a posteriori*, c'est-à-dire après leur publication, 52 ont donné lieu à une demande de rectificatif ou à une actualisation de l'AMF, soit 19 % de ces documents.

L'examen par l'AMF des documents de référence contrôlés selon la procédure *a posteriori* appelle des remarques sur les points suivants.

En ce qui concerne l'endettement des sociétés, l'information donnée manque souvent de précision, qu'il s'agisse du mode de calcul de l'endettement

Note :
 ABSA : action à bons de souscription d'actions.
 ABOASA : action assortie de bons à option d'acquisition d'actions existantes et/ou de souscription d'actions nouvelles.
 OBSAR : obligation à bons de

souscription d'actions avec faculté de rachat des bons.
 OSRA : obligation subordonnée remboursable en actions.
 ORA : obligation remboursable en actions.
 BSA : bon de souscription d'actions.

CCI : certificat coopératif d'investissement.
 OCEANE : obligation à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes.
 TDIRA : titre à durée indéterminée remboursable en actions.

OCA : obligation convertible en actions.
 OBSAR : obligation à bon de souscription d'action remboursable.
 ORA : obligation remboursable en action.
 ORAN : obligation à option de remboursement en actions ou en numéraire.

① Revue mensuelle de l'AMF, n° 4 de juin 2004.

② Dont 14 a posteriori.

③ Dont 54 a posteriori.

3 LES OPÉRATIONS FINANCIÈRES ET LA QUALITÉ DE L'INFORMATION

financier, du détail des lignes de crédit autorisées et de leur utilisation ou encore, de la description des clauses dites de « défaut » (*covenants* bancaires) et des définitions des ratios qui sous-tendent ces clauses. Cette information sur les ratios financiers, qui doit être chiffrée quand cela est jugé nécessaire, est souvent présentée comme confidentielle par les sociétés. Néanmoins, il est important de souligner l'effort qui devra être fourni lors du passage aux normes comptables IFRS dans ce domaine. Les nouvelles normes pourraient en effet avoir, pour certains émetteurs, un impact significatif sur ces *covenants* et entraîner des renégociations ou des modifications des définitions des agrégats financiers utilisés pour leur calcul. Ces évolutions devront être correctement décrites dans les documents de référence 2005.

Sur la description des risques en général et comme exposé dans le rapport de l'AMF sur le contrôle interne et le gouvernement d'entreprise⁽¹⁾, la majorité des sociétés communiquent sur les risques principaux (risque de marché et de crédit, risque environnemental, risque juridique et fiscal et risque lié à la protection des actifs et sites industriels). En revanche, les risques spécifiquement liés à l'activité de l'entreprise sont encore insuffisamment décrits. Là encore, l'information n'est que très peu chiffrée. En particulier, s'agissant des risques liés à l'activité très spécifique des SSII, on relève que de nombreuses actualisations ont été demandées par l'AMF en vue de donner une définition exhaustive des taux d'inter-contrat ou taux d'activité et le mode de calcul de ces taux.

En termes de gouvernement d'entreprise, outre l'analyse faite sur ce sujet dans le rapport de l'AMF mentionné plus haut, on note que les demandes de complément par l'AMF les plus fréquentes ont porté sur les critères retenus pour qualifier un administrateur indépendant ou sur les différentes composantes des rémunérations versées aux mandataires sociaux.

Enfin, au vu de la réforme intervenue⁽²⁾ sur les programmes de rachats d'actions à la suite de la transposition de la directive européenne 2003/6/CE dite abus de marché et l'entrée en vigueur du règlement européen n° 2273/2003 sur les rachats d'actions le 13 octobre 2004, il est recommandé aux émetteurs de faire un point sur le bilan et la réaffectation par objectifs de leurs rachats de titres dans leur prochain document de référence.

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

1 La communication des émetteurs sur les données financières estimées

Certaines sociétés publient des informations financières et comptables après la date de clôture de leur exercice, mais avant l'aboutissement complet du processus d'arrêté et d'audit de leurs comptes annuels. L'AMF a considéré qu'un tel exercice de communication peut être utile au marché mais présente cependant des risques qu'il convient de prévenir, dans l'intérêt tant des investisseurs que des émetteurs.

Ce sujet avait été abordé dans un contexte différent dans le rapport du groupe de travail de la COB présidé par Jean-François Lepetit sur les « Avertissements sur résultats »⁽³⁾. Face au développement de cette pratique, l'AMF a souhaité compléter sa doctrine et a consulté les professionnels avant d'adopter une série de recommandations⁽⁴⁾.

Ces recommandations relatives aux communications des émetteurs portant sur les données financières estimées sont fondées sur cinq principes essentiels à respecter :

- toute information financière, autre que le chiffre d'affaires, délivrée entre la date d'arrêté de comptes (arrêté annuel ou semestriel) et la date de publication de ces comptes doit être qualifiée de « résultats (ou données financières) estimés » afin d'éviter tout risque de confusion ;
- la communication doit préciser quel a été le degré d'approbation de ces comptes par l'organe compétent en matière d'arrêté de comptes et préciser la date prévue de publication des comptes définitifs ;
- le contenu doit être clair, cohérent en particulier avec les données de l'exercice précédent qui doivent être fournies ; si des agrégats non comptables sont utilisés, ceux-ci doivent être rapprochés des agrégats comptables normalisés ;
- les estimations publiées doivent être issues d'un processus de nature à garantir la fiabilité de l'information fournie et l'état d'avancement des travaux de vérification par les commissaires aux comptes doit être clairement mentionné ;
- si ultérieurement des écarts apparaissent entre ces données estimées et les résultats définitifs, ces écarts doivent être spécifiquement expliqués.

¹ Voir supra chapitre III page 96.

² Voir supra chapitre III page 93.

³ Bulletin mensuel de la COB, n° 367 d'avril 2002.

⁴ Revue mensuelle de l'AMF n° 7 d'octobre 2004.

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

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

Sur le fondement de cet article, le président du tribunal de grande instance de Paris a été saisi quatre fois dans l'année afin d'obtenir la publication sous astreinte des éléments comptables manquants. En 2004, 40 sociétés ont été assignées. Environ la moitié de ces sociétés ont réagi dès la réception des lettres de mise en demeure et ont régularisé leur situation en demandant immédiatement au BALO de publier les informations requises. Il est précisé que les sociétés ont obtenu un délai de huit jours à compter du prononcé des ordonnances pour procéder aux publications demandées, sous peine d'astreintes de 1 500 euros par jour de retard à compter du huitième jour.

3 Le transfert des sociétés du Nouveau marché vers le marché unique d'Euronext

Le transfert des sociétés sur le marché unique Eurolist⁽¹⁾ a résulté d'un processus collectif sous la forme d'une modification des règles Euronext approuvées par l'AMF. Avant le transfert, l'AMF a effectué un contrôle du respect par ces sociétés de leurs obligations d'information. En particulier, les titres admis sur le Nouveau marché ont été transférés sur Eurolist par Euronext le 18 février 2005 sous réserve que ces émetteurs aient respecté l'obligation réglementaire de dépôt ou d'enregistrement d'un document de référence. De nombreuses relances ont été effectuées auprès des émetteurs n'ayant pas rempli cette obligation au cours de l'année 2004 et la liste des émetteurs concernés a été publiée sur le site de l'AMF.

C Les appels au marché

L'année a été marquée par plusieurs opérations d'appel public à l'épargne dans lesquelles l'État français a joué son rôle d'actionnaire de référence avec notamment les opérations de placement de France Télécom, l'introduction de PagesJaunes, la recapitalisation du groupe Alstom mais aussi la privatisation de la Société des Autoroutes Paris-Rhin-Rhône et de la Snecma. Certains aspects de ces opérations méritent d'être commentés. Par ailleurs, on remarque que le succès des OBSAR s'est confirmé avec cinq émissions réalisées en 2004. L'émission d'OBSAR de Belvédère notamment comportait des caractéristiques particulières dans la mesure où elle était réalisée avec maintien du droit préférentiel de souscription (DPS) et qu'il existait des clauses de rachat anticipé de ces BSAR en fonction de la réussite effective de l'acquisition qu'elle finançait. Enfin, les inscriptions de sociétés sur le Marché libre en dispense de prospectus se sont multipliées en 2004 malgré les contraintes associées à cette procédure.

1 Le placement privé et l'émission d'OCEANE de France Télécom

Début décembre 2004, l'État a procédé à une cession de 10,8 % du capital de France Télécom dans le cadre d'un placement accéléré auprès d'investisseurs institutionnels en France, en Grande-Bretagne et aux États-Unis. Au terme de ce placement d'un montant de 5,1 milliards d'euros, l'État a vu sa participation réduite à 42,2 %. En parallèle, la société France Télécom a réalisé une émission d'OCEANE pour un montant de 1,15 milliard d'euros auprès du grand public.

Ces opérations étant réalisées de façon concomitante, l'AMF a été particulièrement attentive au respect du principe de transparence lors de la fixation du prix de chacun des deux placements.

Le prix du placement privé a été fixé par le biais de la procédure dite « de construction accélérée du livre d'ordres ». Il a ainsi été demandé aux banques chargées du placement de proposer un prix minimum en deçà duquel elles renonceraient à l'opération, un prix objectif et un volume sur lesquels elles s'engageaient. Ce prix devait s'inscrire dans une fourchette de valorisation fixée par la Commission des participations et des transferts.

¹ Voir infra chapitre IV page 167 sur la réforme de la cote.

D'autre part, l'émission d'OCEANE, ouverte au public, était réalisée sans droit préférentiel de souscription et sans délai de priorité. Les conditions préliminaires, annoncées au marché dès le matin du premier jour du placement sous la forme d'un communiqué de presse, prévoyaient une prime d'émission comprise entre 32 % et 37 % par rapport au prix de vente de cent actions France Télécom, prix issu de la procédure de « construction accélérée du livre d'ordres » du placement privé des actions.

Cette référence de prix dérogeait aux principes généraux gouvernant les levées de fonds utilisant des structures dérivées⁽¹⁾ qui recommandent de retenir une référence à un cours de bourse ou une moyenne de cours de bourse. Néanmoins, au cas présent, il a été considéré que le prix du placement privé constituait une référence plus objective qu'un cours de bourse compte tenu de la taille très importante de ce placement (environ trente fois le volume quotidien moyen des transactions sur l'action France Télécom d'Euronext Paris SA) et du recours à la construction d'un livre d'ordres conçu pour confronter l'offre et la demande.

2 L'introduction de PagesJaunes

Lors de l'introduction en bourse de PagesJaunes, conformément à ses positions antérieures⁽²⁾, le régulateur s'est attaché à ce que les nombreux liens entre France Télécom et sa filiale soient correctement décrits et clarifiés dans le prospectus d'introduction, particulièrement en ce qui concerne les contrats de prestations de services signés entre les deux groupes, c'est-à-dire les clauses de non-concurrence, l'accès de PagesJaunes aux bases de données de France Télécom, les conditions de cession et d'exploitation de la marque « l'Annuaire » ainsi que la refacturation des services fournis par France Télécom dans le domaine juridique, comptable et stratégique.

3 Le plan de refinancement d'Alstom

L'État est également intervenu dans le second plan de refinancement d'Alstom en juillet 2004, après approbation de ce plan par la Commission européenne.

Le plan prévoyait notamment le remboursement en actions des titres subordonnés à durée déterminée remboursables en actions (TSDDRA) souscrits par l'État

dans le cadre du plan de financement précédent, et qui faisait de l'État un actionnaire significatif d'Alstom avec une participation d'environ 18,4 % du capital et des droits de vote de la société. L'opération avait également pour effet immédiat d'augmenter les fonds propres d'Alstom de 300 millions d'euros et de diminuer sa dette à due concurrence.

En contrepartie, l'État s'est engagé à céder toutes les actions Alstom qu'il détenait dans les douze mois de l'obtention par Alstom d'une notation *investment grade* (Baa3 par Moody's Investor Services, Inc. ou BBB- par Standard & Poor's Rating Services), cette cession ne devant intervenir en tout état de cause que dans un délai de 48 mois après la décision de la Commission européenne autorisant le remboursement en actions des TSDDRA, soit le 7 juillet 2008.

Le projet de refinancement comportait :

- une augmentation de capital avec droit préférentiel de souscription d'un montant maximum de 1,562 milliard d'euros, souscrite soit en espèces soit par compensation de créances exigibles, notamment les créances de 500 millions d'euros de l'État et de la Caisse française de développement industriel (CFDI),
- une augmentation de capital par compensation de créances réservée aux créanciers hors État d'un montant maximum d'environ 638 millions d'euros à un prix majoré par rapport à celui de l'augmentation de capital avec droit préférentiel de souscription.

Tous les actionnaires d'Alstom pouvaient souscrire à l'intégralité de l'augmentation de capital avec droit préférentiel, soit en espèces, à un prix de 0,40 euro par action, soit par compensation de créances à un prix de 0,50 euro par action⁽³⁾.

L'État s'était engagé à exercer ses droits préférentiels de souscription à hauteur d'environ 184 millions d'euros en espèces. Il devait également souscrire à cette augmentation de capital par compensation de créances à hauteur d'un maximum de 500 millions d'euros dans la limite de ses droits préférentiels de souscription (correspondant aux actions que l'État détenait après le remboursement en actions des TSDDRA) et des actions éventuellement disponibles après exercice de leurs droits préférentiels de souscription par les autres actionnaires, sous réserve que les participations finales cumulées de l'État et de la CFDI restent inférieures à 31,5 % du capital de la société.

¹ Bulletin mensuel COB n° 383 d'octobre 2003.

² Bulletin mensuel COB n° 367 d'avril 2002.

³ Le prix de souscription par compensation de créances était le même que celui de la conversion de dettes en capital, c'est-à-dire majoré de 25 % par rapport à celui de l'augmentation de capital en espèces.

À l'issue de l'opération, le montant total des augmentations de capital a atteint 1,748 milliard d'euros, la participation de l'État s'élevant à 21,4 % du capital d'Alstom.

4 L'émission d'OBSAR de la société Belvédère

Lors de cette émission d'OBSAR avec DPS en novembre 2004, les actionnaires de référence ont choisi de ne pas souscrire à l'émission et les banques en charge du placement ont pris l'engagement ferme de souscrire environ la moitié des OBSAR émises.

Pour pouvoir souscrire à cette émission, les banques ont acquis les DPS des actionnaires de référence à un prix fixe (0,01 euro).

Or ces banques souhaitaient garder les obligations et ne pas conserver les BSAR attachés à ces mêmes obligations. Les actionnaires de référence se sont donc engagés à racheter ces BSAR auprès des banques qui souscrivaient à des conditions financières fixées (3,38 euros), ce qui offrait également à ces actionnaires la possibilité d'éviter la dilution de leur participation du fait de l'opération.

Pour garantir l'égalité de traitement entre tous les actionnaires, les banques se sont également engagées à racheter les DPS des autres actionnaires au même prix. En outre, les actionnaires qui choisissaient de céder leur DPS se sont vu également offrir la possibilité d'acheter néanmoins des BSAR aux mêmes conditions que les actionnaires de référence pour éviter la dilution de leur participation au capital de la société dans la proportion d'un BSAR pour un DPS.

Pour permettre la réalisation technique de ces diverses opérations, la période de souscription a été subdivisée en deux sous-périodes. Les banques, en effet, devaient souscrire les OBSAR en exerçant les DPS acquis pendant la période de souscription sans connaître *a priori* le nombre de BSAR, attachés aux OBSAR qu'elles souscrivaient, qui seraient effectivement vendus. Cette difficulté a conduit à l'ouverture d'une première période de 5 jours pendant laquelle les détenteurs de DPS pouvaient céder leurs DPS et acquérir, en conséquence, le droit d'acheter des BSAR irrévocablement.

À l'issue de cette première sous-période, l'établissement centralisateur a pu indiquer aux banques le nombre de leurs BSAR effectivement cédés. Une deuxième sous-période de 7 jours de bourse a alors été ouverte afin que les banques puissent exécuter leurs engagements de souscription.

Par ailleurs, les OBSAR elles-mêmes présentaient des caractéristiques particulières. En effet, outre l'option habituelle à la main de l'émetteur, qui lui permet de forcer leur exercice dès que le cours de l'action de l'émetteur dépasse un niveau donné (« clause de forçage »), les BSAR comportaient une clause inédite de rachat obligatoire par la société à la demande des porteurs de BSAR. Cette clause était exerçable en cas de non-réalisation de la prise de contrôle majoritaire d'une société polonaise en cours de privatisation, opération que finançait cette émission. Dans cette hypothèse, la société devait racheter la totalité des BSAR au prix unitaire de 3,38 euros mais également 95,5 % du pair de l'obligation et les intérêts courus. De plus, dans l'éventualité où au moins 66,67 % des BSAR étaient exercés, la société devait rembourser la totalité des obligations au pair augmentée des intérêts courus.

Par ailleurs, l'ordonnance sur les valeurs mobilières du 24 juin 2004 ayant abrogé l'article L. 225-150 du code de commerce sur les émissions d'obligations assorties de bons de souscription d'actions, la société a pu prévoir une période d'exercice des BSAR qui excédait de deux ans la durée des obligations.

Compte tenu de ces particularités, l'AMF a demandé que figure dans la note d'opération ce que serait le traitement comptable de cette opération selon les normes IFRS. L'émetteur et ses auditeurs ont conclu que ces BSAR ne remplissaient pas les conditions relatives à la norme comptable IAS 32.16 et ne pouvaient pas être assimilés à des instruments de capitaux propres. En conséquence, il a été décidé de comptabiliser l'ensemble de l'instrument comme une dette avec un dérivé incorporé résultant du BSAR.

5 L'inscription sur le Marché libre des sociétés Poweo et Cryonic Medical

Au cours de l'année 2004, l'AMF a examiné plusieurs projets d'inscription sur le Marché libre, notamment les projets des sociétés Poweo en février et Cryonic Medical en octobre. Or, il lui est apparu que ces projets ne répondaient pas en l'état aux exigences de pertinence

et de cohérence de l'information qui doit être mise à la disposition des investisseurs afin qu'ils puissent former leur jugement sur le patrimoine, la situation financière de l'émetteur, ses résultats et perspectives pour prendre leur décision d'investissement en pleine connaissance de cause.

Des actionnaires minoritaires de ces deux sociétés ont, avec l'accord de la société, demandé l'inscription des titres de ces sociétés sur le Marché libre avec dérogation de prospectus. Dans un communiqué de presse⁽¹⁾, l'AMF a attiré l'attention des investisseurs sur le fait que les inscriptions de titres par des minoritaires ne faisaient pas l'objet d'un prospectus visé et a rappelé les contraintes liées à cette procédure, c'est-à-dire que l'offre initiale ne pouvait pas excéder 40 000 euros, montant qui réduisait notablement la liquidité du titre. L'AMF a également précisé que les offres de cessions ultérieures que tout acquéreur pourrait souhaiter réaliser auprès d'investisseurs non qualifiés ne pouvaient intervenir en dispense de prospectus que dans la même limite de 40 000 euros⁽²⁾. La société Poweo a par la suite obtenu un visa sur un prospectus d'inscription complété, répondant aux demandes de l'AMF.

D Les restructurations de dettes

De nombreuses sociétés ont continué à racheter leurs obligations ou leurs titres de créance complexes par voie de transactions de blocs hors marché et l'AMF a, en conséquence, été amenée à préciser les modalités de désintéressement des porteurs de ces titres lors de ces opérations.

Les rachats d'obligations ou de titres de créance complexes par voie de transactions de blocs, lorsque la conversion des obligations en actions est peu probable, permettent aux émetteurs de ces instruments de racheter leur dette lorsque cette faculté est prévue par le contrat d'émission.

Néanmoins, le rachat de grandes quantités de titres à des intervalles de temps très proches a pour effet de réduire la liquidité du marché du titre au seul bénéfice de celui qui vend le bloc si le titre est peu échangé. En outre, à la différence des actions, les rachats de blocs d'obligations convertibles n'entraînent pas de déclarations de franchissement de seuil et la procédure d'offre obligatoire ne s'applique pas. En conséquence, l'AMF a posé un certain nombre

de règles visant à assurer une liquidité suffisante au marché du titre faisant l'objet de rachats par blocs et à garantir l'égalité de traitement entre les porteurs d'obligations et les vendeurs potentiels de blocs. Ainsi lorsque les rachats représentent moins de 20 % de l'émission globale originale, l'AMF considère que les rachats de blocs font partie de la vie normale du marché ; entre 20 % et 30 %, le régulateur se réserve la possibilité d'apprécier les circonstances de l'opération et en particulier la liquidité de la ligne visée. Enfin, si un émetteur prévoit de procéder à des rachats d'obligations pour un montant supérieur à 30 % de la ligne originale, l'AMF demande aux sociétés de se porter systématiquement contrepartie à l'achat de toutes les obligations pendant une période de 5 jours de bourse. La même procédure est à nouveau appliquée dès lors que le nombre cumulé d'obligations rachetées *via* des blocs, depuis le précédent désintéressement du marché, représente 10 % du nombre d'obligations initialement émises, et ce à un prix correspondant au prix le plus élevé payé par l'émetteur sur l'un des blocs acquis au cours des douze mois qui précèdent le rachat de blocs. Ce nouveau désintéressement doit être mis en œuvre dans un délai de 2 jours suivant le dernier rachat formant une tranche de 10 %.

Il a été demandé en outre aux sociétés de publier un communiqué de presse informant le marché des conditions de rachat proposées mais également un communiqué de presse après chaque période de rachats afin d'indiquer les conditions de réalisation des transactions de blocs (nombre de titres rachetés, prix de rachat, nombre d'obligations restant en circulation et toute autre information pertinente).

Cette procédure a été appliquée notamment lors des rachats d'obligations convertibles en actions 2010 de la société STMicroelectronics en mai 2004, des OCEANE 2006 d'Havas et des OCEANE 2006 de SOITEC en décembre 2004.

La société Havas, en particulier, a proposé de garantir un écart de rendement égal à l'écart le plus faible constaté dans les rachats déclarés dans les 12 derniers mois, ce qui revenait à garantir la valeur intrinsèque de l'OCEANE. Le prix a été calculé tous les jours par la banque et communiqué au marché avant son ouverture⁽³⁾.

¹ Communiqué de presse du 8 octobre 2004.

² Article 214-4 du règlement général de l'AMF.

³ L'écart de rendement correspondait à la différence entre (i) le taux de rendement actuariel implicite au prix de rachat des OCEANE et (ii) le taux Euribor coté correspondant à la

maturité restante des OCEANE. Le prix de rachat, calculé chaque jour durant la période de rachat, était égal à la valeur des flux futurs de l'OCEANE (coupon payable,

principal et prime de remboursement) actualisés à la date de rachat et à un taux égal à la somme (i) du taux Euribor coté correspondant à la maturité restante des OCEANE et (ii) de l'écart

de rendement moyen pondéré le plus faible constaté dans les achats de blocs d'OCEANE réalisés dans les 12 mois précédents.

L'opération de la société SOITEC présentait également des caractéristiques originales puisque la société a fait correspondre une nouvelle émission d'OCEANE avec des rachats de blocs d'OCEANE venant à échéance en 2006, par le biais de la construction d'un livre d'ordres visant à recueillir les intérêts vendeurs d'investisseurs institutionnels. La société s'était engagée à désintéresser le marché au prix issu du livre d'ordres.

Enfin, d'autres émetteurs ont choisi de présenter des offres publiques d'achat ou d'échange visant leurs propres obligations. Les sociétés Bull et LVL Medical, en particulier, ont procédé à des offres publiques d'échange simplifiées sur leurs OCEANE.

L'opération initiée par Bull, notamment, présentait la particularité d'échanger une OCEANE contre 20 actions Bull ou 16 actions assorties de bons de souscription d'action donnant le droit de souscrire une action Bull, les porteurs d'OCEANE pouvant combiner les deux options sans limitation. Cette opération s'est inscrite dans un schéma global de restructuration financière et de recapitalisation et faisait suite à la modification des termes de l'OCEANE approuvée en assemblée générale des porteurs. Toutefois la mise en œuvre de ces modifications demeurerait subordonnée à l'accord de la Commission européenne sur la restructuration de la créance de l'État prévue dans le plan de recapitalisation. Ainsi, si les porteurs répondaient à cette offre irrévocable et sans condition suspensive et que la Commission européenne ne donnait pas son accord au montage global, ils pouvaient devenir actionnaires avec un rang de désintéressement dégradé. Néanmoins, dans la mesure où la société n'avait pas les capacités de rembourser ces titres compte tenu de sa situation financière, la valorisation théorique de l'OCEANE a été effectuée sur la base de leurs nouvelles caractéristiques, dues à la modification du contrat d'émission, et toute valorisation fondée sur la valeur de remboursement de l'OCEANE avant la modification du contrat d'émission a été expressément écartée.

Il est précisé en outre que l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 a modifié l'article L. 225-148 du code de commerce permettant désormais aux sociétés cotées de réaliser ces offres publiques d'échange sur leurs propres titres sans être soumise à la procédure des apports en nature.

E Les offres publiques

Pour la troisième année consécutive, l'année 2004 a connu une faible activité en matière d'offres. Le nombre d'offres publiques portant sur des titres de capital ou donnant accès au capital⁽¹⁾ est en légère diminution par rapport à l'année précédente, passant au total de 76 en 2003 à 72 en 2004.

Nombre d'offres publiques lancées

OFFRES	2002	2003	2004
Offres : procédures normales	14	13	5
Offres : procédures simplifiées	22	16	17
Offres publiques de retrait	1	1	4
OPRO	43	36	35
Offres publiques de rachat	5	8	5
Garanties de cours	10	2	6
TOTAL	95	76	72

Source : AMF

Quatre offres publiques portant sur des titres de créance ont été visées en 2004 dont 2 offres publiques d'échange. Ces offres ont donné lieu à 24 visas sur des notes d'offre publique d'achat, 3 visas sur des notes d'offres publiques d'échange et 6 visas sur des offres mixtes dont 2 sur des notes en réponse.

Les changements de contrôle ou prises de contrôle par voie d'offre publique, réalisés en procédure normale ou simplifiée, ou par garantie de cours se sont élevés, comme l'année précédente, à 21 (dont une offre en cours visant Bail Investissement Foncière à la fin de l'année). Parmi les sociétés concernées, une seule a fait l'objet d'une offre en surenchère.

Hormis l'offre de Sanofi-Synthélabo sur Aventis pour laquelle un mode de défense inédit en France a été proposé, ces offres n'ont pas donné lieu à une interprétation par l'AMF des principes régissant les offres. Quelques offres ont permis néanmoins de préciser la portée de certains articles du règlement général de l'AMF.

En matière d'offre publique de retrait suivi d'un retrait obligatoire (OPRO), on observe une nouvelle diminution du nombre d'opérations avec 35 OPRO en 2004 contre

¹ Offres ouvertes dans l'année sous revue.

36 en 2003 et 43 en 2002. Dix-sept de ces opérations ont été réalisées sur des titres de sociétés ayant déjà fait l'objet d'une offre dans l'année. L'AMF a été amenée, au cours de l'année 2004 à clarifier certains aspects techniques de ces offres.

1 L'offre de Sanofi-Synthélabo sur Aventis : mesure de défense de la cible en cas d'offre publique non sollicitée

L'opération la plus importante, par son montant comme par ses caractéristiques inédites, s'est révélée être l'offre publique présentée par Sanofi-Synthélabo sur les titres de la société Aventis. Cette offre non sollicitée était constituée à titre principal d'une offre publique mixte et, à titre subsidiaire, d'une offre publique d'échange et d'une offre publique d'achat dans la limite globale de 81 % en actions Sanofi-Synthélabo et 19 % en numéraire. Deux offres distinctes, à des conditions identiques, avaient également été faites aux États-Unis et en Allemagne.

L'offre a été déclarée recevable le 3 février 2004 et la note d'offre a été visée le 12 février 2004 par l'AMF. Aventis et ses conseils ont intenté des recours auprès de la cour d'appel de Paris à l'encontre des décisions de l'AMF sur la recevabilité et sur le visa. Ils estimaient notamment que la valeur des titres à remettre en échange ne pouvait pas être correctement appréciée en raison d'un risque majeur lié à un litige portant sur le Plavix, médicament commercialisé par Sanofi-Synthélabo et pour lequel des procédures judiciaires étaient pendantes aux États-Unis et au Canada contestant la validité du brevet relatif à ce médicament.

Alors que la cour d'appel n'avait pas encore rendu sa décision, la société Aventis a annoncé début avril la convocation d'une assemblée générale pour approuver un projet d'émission gratuite de bons de souscription d'actions au bénéfice des actionnaires d'Aventis, destinés à couvrir, le cas échéant, les effets sur la valeur des actifs de Sanofi-Synthélabo, de la sortie anticipée sur le marché d'un générique du Plavix induit par une perte du procès intenté aux États-Unis.

L'AMF a formulé un avis sur ce dispositif dans un communiqué paru le 23 avril 2004 dans les termes suivants :

« L'Autorité des marchés financiers a pour mission de veiller à la protection de l'épargne et au bon fonctionnement des marchés, et de définir les règles relatives aux offres publiques d'acquisition afin d'assurer l'égalité des actionnaires et la transparence des marchés.

Dans ce cadre, l'Autorité de régulation, confortée par le juge, a posé les principes, applicables à toute personne, du libre jeu des offres et de leurs surenchères, d'égalité de traitement et d'information des détenteurs des titres des sociétés concernées, de transparence et d'intégrité du marché, de loyauté dans les transactions et la compétition.

C'est au regard de ces principes et après avoir pris connaissance des arguments développés par les sociétés Aventis et Sanofi-Synthélabo, que l'Autorité des marchés financiers a examiné le projet de la société Aventis d'attribuer gratuitement des bons de souscription d'actions (BSA) à l'ensemble de ses actionnaires " destinés à (les) protéger d'une réduction de valeur importante entraînée par la perte éventuelle par Sanofi-Synthélabo du brevet du Plavix ".

L'Autorité prend acte du fait que la société Aventis a modifié son projet initial de résolution pour prévoir la caducité de l'émission envisagée de BSA dans l'hypothèse d'une offre concurrente de celle de la société Sanofi-Synthélabo de manière à respecter le principe du libre jeu des offres et de leurs surenchères auquel le projet initial était manifestement contraire. Elle constate, cependant, que les BSA, apparemment destinés à couvrir le risque Plavix, connu du marché, pourraient être soit activés alors que ce risque ne serait pas réalisé, soit désactivés alors même que le risque subsisterait.

Elle estime que l'émission de BSA constitue en réalité un moyen détourné de relèvement unilatéral du prix offert par l'initiateur qui crée une situation ambiguë quant à la liberté d'enchérir de celui-ci et une incertitude quant au déroulement ordonné de la procédure d'offre. Si l'Autorité réaffirme le principe selon lequel des mesures de défense contre une offre publique peuvent être adoptées en cours d'offre par l'assemblée générale des actionnaires réunie à cet effet, elle considère qu'elle ne saurait accepter des dispositifs destinés à ne jouer qu'à l'encontre de l'un des intervenants possibles et dont l'usage serait susceptible de provoquer en réaction des enchaînements générateurs de grands désordres pour le marché. C'est pourquoi l'Autorité des marchés financiers considère que le projet d'émission des BSA tel qu'il est prévu par le projet de résolution envisagé par le directoire et le conseil de surveillance de la société Aventis dont elle a connaissance ne s'inscrit pas dans le cadre des principes qui régissent le déroulement des offres publiques et dont elle a la charge de faire assurer le respect ».

Les deux sociétés sont finalement parvenues, le 25 avril 2004, à un accord permettant leur rapprochement aux termes duquel Sanofi-Synthelabo relevait son offre initiale. Aventis abandonna en conséquence les recours devant la cour d'appel avant que cette dernière se prononce sur le fond. Les termes de cette offre en surenchère, approuvés par le conseil de surveillance d'Aventis le 25 avril 2004, valorisaient le groupe Aventis à 55,3 milliards d'euros, soit un accroissement de 14 % de la valeur donnée par l'offre initiale. En définitive, à l'issue de cette offre en surenchère en France, en Allemagne et aux États-Unis en septembre 2004, Sanofi-Synthelabo a acquis 98,03 % du capital et 98,09 % des droits de vote de la société.

2 L'offre publique simplifiée de France Télécom sur sa filiale Wanadoo : coordination avec la mise en bourse de PagesJaunes, filiale de Wanadoo

La séquence des opérations menées par France Télécom sur ces deux filiales Wanadoo et PagesJaunes en 2004 a requis certains engagements de la part de France Télécom pour garantir une parfaite transparence dans l'enchaînement des opérations.

En avril 2004, en effet, France Télécom a procédé à une offre publique qui visait les actions de Wanadoo non détenues par elle (environ 30 % du capital), et avait annoncé son intention de procéder après l'offre à l'introduction en bourse du groupe PagesJaunes, l'une des activités de Wanadoo, sans en perdre le contrôle. Après la réalisation de ces deux opérations et ayant recueilli plus de 95 % du capital de Wanadoo, France Télécom a ensuite lancé avec succès une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire sur Wanadoo au même prix.

L'offre publique simplifiée initiale se décomposait en :

- une offre mixte à titre principal : remise, pour 40 actions Wanadoo présentées, d'une somme de 195 euros et de 7 actions France Télécom à émettre,
- une offre d'achat subsidiaire au prix de 8,86 euros par action Wanadoo,
- une offre d'échange subsidiaire : remise, pour 18 actions Wanadoo présentées, de 7 actions France Télécom à émettre.

Chacune des deux offres subsidiaires était plafonnée à un nombre d'actions Wanadoo tel que la proportion globale de 55 % en numéraire et 45 % en actions France Télécom ne soit pas altérée afin de maintenir la participation de l'État dans France Télécom au-dessus du seuil de 50 %.

Si le prix de 8,86 euros par action offrait une prime significative sur le cours de bourse de Wanadoo, il présentait néanmoins une forte décote par rapport à la valeur historique d'introduction de 19 euros datant de juillet 2000. Pour répondre à la demande de nombreux actionnaires et garantir un prix cohérent avec le futur prix d'introduction de PagesJaunes, France Télécom proposait que les actionnaires de Wanadoo ayant apporté leurs actions à l'offre puissent recevoir une rémunération additionnelle optionnelle si la valeur du groupe PagesJaunes retenue pour la fixation du prix d'introduction en bourse était supérieure à la valeur de référence retenue dans le cadre de l'offre (3,95 milliards d'euros), étant précisé que cette rémunération additionnelle optionnelle ne serait due par France Télécom que si l'introduction intervenait dans les 12 mois suivant l'offre, et si les bénéficiaires en faisaient la demande⁽¹⁾. Cette option n'aura finalement pas été utilisée, la valorisation de PagesJaunes au moment de l'introduction ayant été fixée au-dessous de cette limite. En complément, France Télécom offrait également à ces actionnaires une « prime de fidélité » en leur permettant de bénéficier d'une allocation prioritaire lors de la mise sur le marché de PagesJaunes et proposait en outre aux investisseurs venant à l'offre à prix ouvert, essentiellement des particuliers, de souscrire au prix du placement global garanti diminué de 0,30 euro, soit une décote d'environ 2 %.

Enfin, compte tenu de l'écart entre le prix d'offre et celui de l'introduction et du calendrier des suites de l'offre, la note d'information a été complétée d'éléments détaillés du plan de développement, de la stratégie de France Télécom vis-à-vis de sa filiale, des opérations envisagées à la suite de l'offre et de la valeur comptable de Wanadoo dans les comptes de France Télécom.

Entre le 8 juillet 2004, date de l'introduction, et le 31 décembre 2004, le cours de l'action de PagesJaunes a progressé de 26 %.

¹ Cette rémunération additionnelle était optionnelle pour éviter aux actionnaires ayant apporté leurs titres à l'offre d'échange de voir

l'opération requalifiée fiscalement et d'être imposés si la soulte ainsi perçue représentait plus de 10 % de la valeur des titres reçus en échange.

3 L'offre publique d'achat sur les titres Grandvision : dirigeants associés à l'initiateur d'une offre

L'offre publique d'achat visant les actions de la société Grandvision présentée par la société Multibrands SAS, contrôlée indirectement par la société HAL Holding NV, posait le problème de la légitimité des montages dans lesquels les dirigeants sont associés à une offre aux côtés d'un repreneur financier ou industriel et sont intéressés financièrement à la performance future du nouvel ensemble.

Les dirigeants et fondateurs de Grandvision avaient en effet apporté leurs titres à la *holding* non cotée Multibrands en échange d'une participation au capital de cette *holding*, initiatrice de l'offre sur Grandvision. Cette opération comportait des dispositions sur le fonctionnement de Grandvision et de Multibrands et certains droits ou obligations de sortie des actionnaires cédants matérialisés par des options de vente à HAL Holding NV ou des options d'achat par HAL Holding NV de leurs actions Multibrands, reposant sur des formules de prix pouvant évoluer à la hausse ou à la baisse en fonction de la performance de Grandvision. Sur la base des données 2003, l'application de la formule de calcul de prix des options de vente consenties aux dirigeants et fondateurs qui devaient évoluer en fonction du chiffre d'affaires consolidé et de l'EBITDA⁽¹⁾ donnait un prix par action de 25 euros, prix auquel les apports et cessions à Multibrands avaient été effectués.

La prime de 2 % en faveur du public (le prix de l'offre était de 25,50 euros) n'était pas destinée à compenser la valeur de l'option de vente dont bénéficiaient les dirigeants. En effet, la valorisation d'une option de vente à trois ans ne comportant pas de prix plancher, sur une valeur illiquide de surcroît, était difficilement réalisable.

Ce traitement différencié des dirigeants n'a pas été considéré comme susceptible de porter atteinte au principe d'égalité des actionnaires dans la mesure où le regroupement des actions Grandvision détenues par HAL Holding NV et par les dirigeants au sein de Multibrands (véhicule commun initiateur de l'offre), s'est opéré au prix de 25 euros et où les engagements de liquidité souscrits par HAL Holding NV vis-à-vis des dirigeants reposaient sur une formule de détermination

de prix identique à celle ayant conduit au prix de 25 euros, sans garantie de prix plancher, les prix pouvant varier à la hausse comme à la baisse.

4 L'offre publique d'achat sur les titres de l'Institut de Participation de l'Ouest : compatibilité entre offre obligatoire et condition suspensive liée à une décision des autorités de la concurrence

L'offre publique d'achat du Crédit Industriel et Commercial (CIC) sur l'Institut de Participation de l'Ouest (IPO) a révélé une difficulté d'application aux offres publiques obligatoires de l'article 231-12 du règlement général de l'AMF⁽²⁾.

Cette offre faisait suite à l'acquisition d'actions IPO par le CIC. Le contrat relatif à cette acquisition incluait une condition résolutoire relative à l'obtention de l'autorisation des autorités de contrôle de la concurrence et de la concentration. Par ailleurs, l'acquisition de ces titres faisait franchir au CIC le seuil du tiers du capital et des droits de vote de IPO, l'obligeant à déposer une offre publique sur les titres IPO restant en circulation.

Or, il apparaissait que l'insertion dans une offre d'une condition suspensive à l'autorisation des autorités de la concurrence telle que prévue par le règlement général de l'AMF était difficilement compatible avec la situation d'offre obligatoire. Cette disposition en effet, bien qu'insérée dans le chapitre général du règlement relatif aux offres, n'avait concerné jusque-là que les offres dites spontanées.

En l'espèce, si l'autorité de la concurrence interdisait le rapprochement des deux sociétés, la condition résolutoire impliquait l'annulation de l'acquisition par le CIC des actions IPO et avait pour conséquence le franchissement à la baisse du seuil du tiers par CIC dans IPO. Parallèlement, l'application de l'article 231-12 du règlement général devait rendre l'offre caduque, ce qui permettait de faire coïncider les deux mécanismes.

En revanche, dans l'hypothèse où l'autorité de la concurrence passait en phase d'enquête approfondie, la condition résolutoire ne devait pas jouer et le franchissement du seuil du tiers dans le capital d'IPO par le CIC était confirmé alors que dans le même

¹ Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization.

² Article 231-12 du règlement général de l'AMF (ancien article 5-1-3-3 du règlement général du CMF) : Si le projet d'offre publique doit faire l'objet, au titre du contrôle des concentrations,

d'une notification à la Commission européenne, au ministre chargé de l'économie, à l'autorité compétente à cet égard d'un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen ou membre des États-Unis, l'initiateur de cette offre peut y stipuler une condition suspensive d'obtention de

la décision prévue à l'article 6-1 a ou b du règlement (CE) n° 139/2004, de l'autorisation prévue à l'article L. 430-5 du code de commerce ou de toute autorisation de même nature délivrée par l'État étranger. L'initiateur qui entend se prévaloir de ces dispositions remet à l'AMF une copie

des notifications faites aux autorités concernées et la tient informée de l'avancement de la procédure. L'offre est caduque dès lors que l'opération projetée fait l'objet de l'engagement de procédure de l'article 6-1 c du règlement (CE) n° 139/2004, de la saisine du Conseil de la concurrence au titre du

dernier alinéa du III de l'article L. 430-5 du code de commerce ou de l'engagement d'une procédure de même nature par l'autorité compétente de l'État étranger. L'initiateur fait connaître s'il poursuit l'examen de l'opération projetée avec les autorités ainsi saisies.

temps l'application de l'article 231-12 du règlement général rendait l'offre caduque. Cette situation faisait apparaître une incompatibilité entre les deux mécanismes même si le CIC gardait la possibilité de redéposer un projet d'offre dans le cas où l'autorité de la concurrence donnait *in fine* son feu vert à l'opération de rapprochement.

Il apparaissait en définitive que la structure de cette opération n'était pas totalement satisfaisante car, généralement, face à une contrainte liée aux autorités de la concurrence de cette nature, deux schémas sont utilisés : soit l'acquisition est réalisée sous condition suspensive des autorités de la concurrence et l'aval de cette dernière entraîne ladite acquisition et le dépôt d'un projet d'offre, soit l'acquisition est réalisée dans l'offre sous la forme d'un engagement d'apport à l'offre par les actionnaires cédants, l'offre pouvant alors être soumise à la condition prévue à l'article 231-12 du règlement général.

Par conséquent, pour éviter toute ambiguïté, l'AMF a décidé de ne statuer sur le projet d'offre qu'une fois connue la décision de l'autorité de la concurrence. Ainsi, si cette décision était positive, l'offre pouvait être déclarée recevable et dans l'hypothèse d'une décision négative, l'offre n'avait plus lieu d'être. L'offre, lancée en mai 2004 après l'obtention de l'autorisation des autorités de la concurrence, a finalement permis au CIC d'acquérir 76,60 % du capital et 77,71 % des droits de vote de IPO.

5 L'offre publique d'achat simplifiée sur les titres de la société IMS-International Metal Services : prix d'offre inférieur au cours de bourse

L'Autorité des marchés financiers a été saisie le 8 octobre 2004 d'un projet d'offre publique d'achat simplifiée initié par la société Financière Mistral, contrôlée par Chequers Capital, visant les titres de la Société IMS-International Metal Services (IMS). Cette offre faisait suite à l'acquisition par la société Financière Mistral de deux blocs de titres au prix de 5 euros par action, représentant 51 % du capital et 53,37 % des droits de vote d'IMS, auprès de Merrill Lynch et auprès de la Société Produits d'Usines Métallurgiques (PUM), filiale du groupe Arcelor.

La société Financière Mistral s'engageait irrévocablement à acquérir au prix unitaire de 5 euros la totalité des actions IMS existantes non détenues par elle. Ce prix de 5 euros, qui résultait d'une transaction ayant permis à l'initiateur de prendre

le contrôle d'IMS, présentait néanmoins une décote non négligeable par rapport à la moyenne des cours pondérés par les volumes des 60 dernières séances de bourse avant l'annonce de l'opération retenue par la banque présentatrice, soit 6,58 euros.

Par courrier, l'AMF a demandé à l'initiateur de modifier le projet d'offre déposé de sorte qu'il puisse être déclaré recevable, considérant que le prix de 5 euros n'était pas corroboré par l'analyse multicritère comme les textes et la jurisprudence l'exigent.

La société a ensuite relevé le prix de son offre à 5,83 euros, prix pour lequel la banque présentatrice retenait dans une analyse multicritère la référence à l'acquisition du contrôle d'IMS par Financière Mistral, soit 5 euros par action avec une pondération double compte tenu du caractère majeur de cette référence, la référence à une moyenne de cours de bourse sur une période de trois mois, soit 6,58 euros par action et le haut de fourchette telle que dégagée par la méthode de l'actualisation des *cash flows* futurs, soit 6,73 euros par action.

En outre, pour la bonne information des actionnaires, l'avis de recevabilité mentionnait les deux rapports relatifs aux éléments d'évaluation de la société IMS, établis par les conseils financiers d'actionnaires minoritaires et qui retenaient des fourchettes d'évaluation comprises respectivement entre 8,1 et 9,80 euros d'une part et 8,7 et 10 euros par action.

La note d'information visée par l'AMF clarifiait également une opération de couverture entre Usinor (puis Arcelor) et Merrill Lynch, utilisant des produits dérivés, conclue à la suite de l'acquisition en 1999 par Merrill Lynch auprès d'Usinor d'une participation de 15 % dans le capital de la société IMS. Cette opération permettait à Merrill Lynch, qui avait l'intention de céder progressivement ses titres sur le marché, de bénéficier d'une protection à la baisse au cas où les actions IMS seraient vendues au-dessous de leur prix d'acquisition, soit 9,07 euros par action, en contrepartie d'un partage des éventuels bénéfices avec Usinor. Ce contrat ayant été renégocié en 2003 avec comme nouvelle valeur de référence 4,05 euros et Merrill Lynch ayant cédé sa participation au prix de 5 euros par actions, Merrill Lynch avait versé *in fine* au groupe Arcelor la différence entre 5 euros et 4,05 euros.

L'Autorité a, par conséquent, estimé que la référence à la transaction qui a permis à la société Financière Mistral de détenir le contrôle d'IMS était pertinente et que l'existence du contrat de dérivés n'était pas de

nature à l'écartier, car la société Financière Mistral avait bien acquis le contrôle d'IMS par achat d'actions au prix unitaire de 5 euros, les cédants avaient effectivement perçu 5 euros par action lors de la cession de leurs blocs à Financière Mistral et le contrat de dérivés, auquel Financière Mistral n'était pas partie, n'avait eu pour effet que de garantir à Merrill Lynch le prix auquel elle avait acquis son bloc en septembre 1999.

Sur ces bases, il apparaissait que le prix modifié de 5,83 euros par action IMS tenait compte, d'une part, de la référence à la transaction qui avait permis à Financière Mistral de détenir le contrôle d'IMS et, d'autre part, d'une évaluation de la société effectuée en fonction de critères d'évaluation objectifs et usuellement retenus et des caractéristiques de cette société. En conséquence, l'AMF a déclaré l'offre recevable au prix de 5,83 euros par action IMS, le 16 décembre 2004. Néanmoins, la société Financière Mistral n'a acquis à cette occasion aucune action supplémentaire.

6 La garantie de cours d'Altearea sur les actions de la société Imaffine : traitement des bons de souscription d'actions annexes

La société Altearea a acquis le 2 septembre 2004 le contrôle de la société Imaffine au prix unitaire de 38,08 euros auprès de la société Affine. Elle a ensuite déposé auprès de l'AMF une garantie de cours au même prix. La société indiquait qu'à l'issue de cette garantie de cours, elle procéderait à la fusion absorption de la société Altearea par Imaffine avant le 31 décembre 2004, la parité d'échange devant être de 0,77 action Imaffine pour 1 action Altearea, laquelle a été déterminée à partir du seul critère de l'actif net réévalué des sociétés au 30 juin 2004.

En outre, le protocole d'accord prévoyait d'accorder à Affine, par l'intermédiaire de bons de souscription d'actions, la possibilité de souscrire à une augmentation de capital d'un maximum de 300 000 actions Altearea pendant une période d'une année fixée entre le 1^{er} février 2005 et le 31 janvier 2006 à un prix par action compris entre 46 euros et 50 euros en fonction de la date d'exercice des bons. Par application de la parité de fusion, ces 300 000 bons de souscription devaient permettre de souscrire 4,3 % du capital d'Imaffine à un prix de souscription compris entre 59,74 euros et 64,94 euros.

Malgré l'existence des bons, l'AMF n'a pas jugé souhaitable de requalifier cette opération en offre publique simplifiée car le prix d'exercice de ceux-ci

était bien supérieur au niveau du cours de bourse, leur valeur étant nulle et leur attribution ne nuisait pas à l'égalité des actionnaires. En outre, Imaffine avait été correctement valorisée par l'actionnaire majoritaire. S'agissant d'une « coquille vide », l'analyse de la valorisation selon une approche multicritère en application de la procédure d'offre publique simplifiée ne s'imposait pas.

7 L'OPRA et l'OPAS concomitantes initiées par la société Nord Est

Pour racheter ses propres titres, la société Nord Est a lancé une offre publique visant ses propres actions sous la forme d'une offre publique de rachat d'actions (OPRA) à titre principal, assortie d'une offre publique d'achat simplifiée (OPAS) dans le cadre de son programme de rachat d'actions à titre subsidiaire.

Dans des cas similaires antérieurs, les deux offres, bien que concomitantes, étaient réalisées de façon indépendante l'une de l'autre. Les actionnaires pouvaient ainsi choisir d'apporter leurs titres à l'une ou l'autre des offres ou aux deux, en fonction essentiellement du régime fiscal auquel ils préféraient être soumis, étant précisé que l'OPAS est plus intéressante fiscalement que l'OPRA pour les personnes physiques.

Au cas d'espèce, les deux offres étaient liées et les actionnaires avaient la possibilité d'apporter leurs actions Nord Est soit à l'OPRA, soit à l'OPAS, soit en combinant l'OPRA et l'OPAS. Les demandes de rachat d'actions Nord Est dans le cadre de l'OPRA devaient être intégralement servies et dans le cas où le nombre d'actions présentées à l'OPAS atteignait le nombre maximal prévu pour cette branche de l'offre, il était prévu une réduction des ordres proportionnellement au nombre d'actions présentées à l'OPAS par chaque actionnaire

Pour protéger les actionnaires personnes physiques dont le choix était dirigé par leur intérêt fiscal, il a été demandé à l'émetteur de donner aux actionnaires la possibilité de préciser sur leur ordre de vente qu'en cas de réduction de leurs ordres d'apport à l'OPAS, ils ne souhaitent pas que leurs ordres non exécutés soient basculés sur l'OPRA. Cette possibilité a été décrite dans la note d'information et mise en œuvre de façon satisfaisante.

À l'occasion de cette affaire, l'AMF a émis le souhait que le régime fiscal des OPRA pour les personnes physiques soit aligné sur celui des OPAS.

8 L'OPRA sur les titres de la société Prosodie : décision de l'actionnaire principal de ne pas apporter ses titres à l'offre

Lors de l'offre publique de rachat de la société Prosodie, l'actionnaire principal avait annoncé son intention de ne pas apporter les actions Prosodie qu'il détenait à l'offre. L'OPRA avait pour conséquence d'accroître de plus de 2 % sa participation en capital et en droits de vote en moins de douze mois, ce qui l'obligeait à demander une dérogation à l'obligation de dépôt d'une offre en application de l'article 234-5 du règlement général de l'AMF. En cas de succès de l'offre, sa participation devait être portée à 47,79 % du capital et 49,34 % des droits de vote.

Le 5^e tiret de l'article 234-8 du règlement général permet à l'AMF d'accorder une dérogation à l'obligation de déposer une offre résultant de la réduction du nombre total de titres de capital ou du nombre total de droits de vote existants dans la société visée. Or, dans l'esprit de cet article, le demandeur, pour justifier d'une demande de dérogation, ne doit pas être à l'origine du facteur déclenchant de l'offre, à savoir la réduction du nombre total d'actions et de droits de vote. Ce n'était pas le cas en l'espèce puisque le demandeur de la dérogation avait une influence déterminante sur l'adoption, par l'assemblée générale extraordinaire, de la résolution relative à la réduction de capital.

L'obligation d'offre résultait d'une réduction du nombre d'actions et de droits de vote de la société, elle-même consécutive à une offre à laquelle tous les actionnaires n'avaient pas la faculté de voir tous leurs titres retenus, puisque dans le cas où le nombre d'actions présentées en réponse était supérieur au nombre d'actions visées par l'offre, il devait être procédé, pour chaque actionnaire vendeur, à une réduction proportionnelle au nombre d'actions dont il justifiait être propriétaire.

Afin d'éviter que l'actionnaire principal dépasse de cette façon le seuil de 48 % du capital ou des droits de vote, et ne soit donc définitivement pas soumis à l'offre obligatoire, en application de l'article 234-5, ce dernier s'est engagé, à la demande de l'AMF, à ramener son niveau de détention dans Prosodie à un niveau inférieur à 47,9 % en capital ou en droits de vote, si son niveau de détention devait effectivement être supérieur à ce niveau postérieurement à l'offre, et ce dans un délai

d'environ trois mois. Bénéficiant en outre de bons de souscription d'actions, il lui a également été demandé de ne pas exercer ses bons.

9 La requête d'un actionnaire minoritaire pour obtenir le dépôt d'une offre publique de retrait

L'AMF a été saisie par un actionnaire minoritaire d'une société cotée qui souhaitait obtenir le dépôt d'une offre publique de retrait dans le cadre de l'article 236-1⁽¹⁾ du règlement général.

L'examen de ces demandes par l'AMF, en droite ligne avec la pratique du CMF confirmée par la jurisprudence de la cour d'appel de Paris saisie de recours, consiste à vérifier, d'une part, la liquidité du marché afin de déterminer s'il est possible au demandeur de céder des titres sur le marché dans des conditions normales de cours et de délai et d'autre part, les conditions d'acquisition des titres pour lesquels l'actionnaire demandeur requiert une possibilité de sortie.

Il ressortait de cette vérification que la liquidité du marché de l'action ne permettait effectivement pas la vente des titres dans des conditions normales : le titre avait été coté en moyenne une séance pour quatre séances de bourse durant les douze derniers mois et dans des volumes très faibles.

Toutefois, s'agissant des conditions dans lesquelles l'actionnaire minoritaire avait acquis ses titres, il apparaissait que les achats sur le marché avaient été réalisés après une offre initiée par l'actionnaire majoritaire et après la publication de la situation de l'actionnariat de la société en résultant. L'actionnaire demandeur avait donc constitué sa position dans des conditions de marché qu'il ne pouvait pas ignorer. En outre, il n'était pas actionnaire de la société lors de l'offre et, par conséquent, ne pouvait pas exciper du fait que l'offre n'avait pas été faite à des conditions financières lui paraissant intéressantes.

Ainsi, ces acquisitions s'analysaient comme la constitution d'une position significative destinée à venir à l'appui de la requête présentée, intervention estimée comme contraire à l'esprit de l'article 236-1 du règlement général de l'AMF, ce qui justifiait par conséquent le rejet de cette requête.

¹ Article 236-1 du règlement général de l'AMF (R. CMF – Titre V – Article 5-6-1). 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 aux négociations 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 à l'AMF de requérir du ou des actionnaires majoritaires le dépôt d'un projet d'offre publique de retrait. Après avoir procédé aux vérifications nécessaires, l'AMF se prononce sur la demande qui lui est présentée au vu

notamment des conditions prévalant sur le marché des titres concernés et des éléments d'information apportés par le demandeur. Si elle déclare la demande recevable, l'AMF la notifie à l'actionnaire ou aux actionnaires majoritaires

alors tenus de déposer, dans un délai fixé par l'AMF, un projet d'offre publique de retrait libellé à des conditions qui puissent être jugées recevables.

10 L'OPRO visant les actions de la société Grande Paroisse présentée par la société Atofina : coexistence de l'OPRO et l'action *ut singuli* initiée par des actionnaires minoritaires

La société Grande Paroisse a subi une importante dégradation de ses fonds propres à la suite de l'explosion survenue le 21 septembre 2001 dans l'usine de Toulouse, et en raison notamment de la prise en charge d'une partie des opérations d'indemnisation des victimes du fait de la présomption de responsabilité pesant sur elle. La nécessité de reconstituer les fonds propres de Grande Paroisse et la faible probabilité de pouvoir trouver des sources de financement auprès du marché avaient conduit Atofina à considérer que la cotation des actions Grande Paroisse ne se justifiait plus et par conséquent, à déposer un projet d'OPRO auprès de l'AMF.

À la suite de ce dépôt d'offre, certains actionnaires minoritaires avaient assigné d'actuels et d'anciens administrateurs de Grande Paroisse au nom et pour le compte de cette dernière dans le cadre d'une action sociale (dite *ut singuli*). Sur le fond, cette action visait à faire établir une faute de gestion au motif, d'une part, que la couverture d'assurance souscrite par la société n'était pas suffisante compte tenu des risques attachés à son activité, et, d'autre part, que les rapports de gestion du conseil d'administration de Grande Paroisse ne contenaient pas l'information appropriée concernant les risques liés à l'exploitation du site. Les actionnaires minoritaires sollicitaient la condamnation *in solidum* des défendeurs à indemniser Grande Paroisse à hauteur de 960 millions d'euros, ledit montant correspondant à la provision passée par Grande Paroisse pour faire face aux indemnisations non couvertes par ses assurances.

Or, il apparaissait que le retrait obligatoire devait éteindre l'action *ut singuli* en faisant perdre aux demandeurs leur qualité d'actionnaires. Selon une jurisprudence constante⁽¹⁾ en effet, l'exercice de l'action *ut singuli* par un actionnaire ne peut prospérer que si celui-ci a la qualité d'actionnaire à la date de l'assignation et la conserve pendant le déroulement de l'instance. L'application de ce principe au droit des offres conduit à constater que la mise en œuvre d'une OPRO, qui aboutit à l'expropriation des actionnaires de la société visée, a pour effet de rendre l'actionnaire demandeur à la procédure irrecevable en son action *ut singuli*. Dès lors la question se posait, pour l'AMF, de

savoir si elle pouvait se prononcer sur la recevabilité de l'offre déposée par la société Atofina alors qu'une action *ut singuli* était exercée par certains actionnaires minoritaires.

Il est rappelé que, par un arrêt du 30 mai 2000, la cour d'appel de Paris, saisie d'un recours en annulation d'une décision du CMF ayant déclaré irrecevable le projet d'OPRO visant les actions de la société Cedp, avait considéré que « l'existence de procédures n'est susceptible d'affecter la recevabilité d'une OPR que si ces procédures peuvent constituer un élément de valorisation de la société qui aurait dû être pris en compte pour le prix auquel l'offre est libellée ou si, compte tenu de la nature et de l'objet de ces procédures, le retrait obligatoire peut causer aux actionnaires minoritaires des conséquences irréversibles ».

Sur les conséquences irréversibles, la cour avait précisé : « qu'il apparaît [...] que dans le contexte procédural [...], le retrait envisagé est susceptible de causer aux porteurs de titres visés par ce retrait des conséquences irréversibles avec les règles de protection des actionnaires et des transactions prévues par la loi ou le règlement général du CMF ; [...] À cet égard, [...] l'opération litigieuse peut avoir pour effet de priver certains actionnaires contraints de céder leurs titres des produits de l'action judiciaire engagée à leur initiative avant le dépôt de l'offre de retrait au mépris du principe de l'égalité des actionnaires ».

La cour d'appel de Paris dans le même arrêt avait également précisé : « que l'aléa inhérent à toute procédure contentieuse n'exclut pas nécessairement que cette procédure puisse être prise en considération pour l'évaluation d'un titre de société ».

En juillet 2001, la Cour de cassation a affirmé que « l'existence d'une procédure en cours [en l'espèce une procédure pénale] n'est susceptible d'affecter la recevabilité d'une OPRO qu'à la condition que cette circonstance soit de nature à affecter un élément de valorisation qui aurait dû être pris en compte pour l'établissement du prix de l'offre⁽²⁾ ».

En l'occurrence, l'action *ut singuli* est une circonstance de nature à affecter un élément de valorisation d'une société visée par une OPRO. Elle a en effet pour finalité la réparation d'un préjudice subi par la société du fait d'une faute commise par ses administrateurs. Cette

¹ Cour de cassation, ch.com 26 janvier 1970 (Sodiva), cour d'appel de Paris 6 avril 2001 (SA Akar holding International).

² Cour de cassation, com Elyo, 17 juillet 2001.

action appartient à la société elle-même, quand bien même elle est exercée par un actionnaire, de sorte que le montant des dommages et intérêts susceptibles d'être alloué est versé à la société et non à l'actionnaire.

Il est à noter qu'en prenant en compte la valorisation de la société, la Cour a permis d'éviter de paralyser toute demande d'OPRO dès lors qu'une action *ut singuli* est engagée. On pouvait se demander en effet quel serait l'intérêt des actionnaires minoritaires de paralyser une offre de retrait en raison de l'existence d'une action *ut singuli* si toutes les conséquences de leur action ont déjà été prises en compte dans la valorisation de la société au moment du dépôt du projet d'offre.

Il résulte de la jurisprudence que si elle est de nature à priver d'effet l'action *ut singuli*, l'OPRO ne cause pas aux actionnaires des conséquences irréversibles dès lors que la valorisation proposée dans le cadre de cette offre tient compte de l'objet de l'action *ut singuli*, c'est-à-dire que le prix d'offre intègre le montant des sommes demandées dans le cadre de cette action. En l'espèce, l'évaluateur rappelait qu'en cas de succès, la valeur de Grande Paroisse pouvait être augmentée du montant des dommages et intérêts versés par les défendeurs. Or, selon l'évaluateur, cette incidence théorique était d'ores et déjà prise en compte dans le prix de l'offre puisque, à supposer que les actionnaires minoritaires obtiennent gain de cause à hauteur de 960 millions d'euros (soit 2,46 euros par action) et que les défendeurs soient solvables, le prix par action ne ressortirait au mieux qu'à 2,61 euros soit, en toute hypothèse, substantiellement moins que le prix d'offre de 3,50 euros par action.

En conséquence, l'AMF a considéré qu'au vu des principes dégagés par la jurisprudence, l'existence de l'action *ut singuli* n'était pas un élément devant l'amener à déclarer le projet l'offre irrecevable dès lors que, comme c'était le cas en l'espèce, le prix auquel l'OPRO était libellé tenait compte des conséquences que pouvait avoir cette action sur le patrimoine de la société.

F Les dérogations au dépôt obligatoire d'un projet d'offre

Durant l'année 2004, les décisions de dérogation à l'obligation de dépôt d'un projet d'offre en application des articles 234-6 à 234-9 du règlement général ont été au nombre de 38 (comprenant six examens relatifs à des mises en concert – article 234-6 du règlement

général). Sept d'entre elles ont concerné des sociétés en situation de difficultés financières avérées (article 234-8 2° du règlement général). En outre, sept décisions relatives à des examens sur la mise en œuvre d'une offre publique de retrait (article 236-6 du règlement général) ont été publiées.

Parmi ces dernières, en 2003 et 2004, l'AMF a été interrogée plusieurs fois sur l'obligation d'offre publique de retrait au titre de l'alinéa 1 de l'article 236-6 du règlement général de l'AMF⁽¹⁾, dans l'hypothèse de la dissolution anticipée d'une société.

Il est rappelé que la cessation d'activité d'une société et sa dissolution ne sont pas des causes expressément prévues par l'article 236-6 néanmoins, *a priori*, une telle dissolution peut être considérée comme une modification radicale du pacte social qui équivaut à une modification significative des statuts telle qu'énoncée dans cet article.

Dans le cas de NetValue, fin 2003, une dérogation avait pu être accordée au motif que l'actionnaire principal s'était engagé à faire en sorte que les actionnaires minoritaires perçoivent dans le cadre de la liquidation le même montant que celui offert dans le cadre d'une offre publique d'achat réalisée plusieurs mois auparavant.

Dans le cas de Cac Systèmes, également en fin d'année 2003, une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire faisait suite à une opération de recapitalisation de la société, et s'inscrivait dans le contexte de la dissolution anticipée de la société décidée par l'assemblée générale extraordinaire réunie préalablement à l'offre. Toutes ces opérations avaient été réalisées sur la base du même prix (changement de contrôle, garantie de cours, recapitalisation et OPRO).

L'AMF a également examiné le cas d'une société dont la situation financière était dégradée. Au cas particulier, il est apparu probable que dans le cadre d'une procédure collective éventuelle et d'un possible dépôt de bilan, les actionnaires ne pouvaient pas obtenir une meilleure indemnisation que dans le cadre d'une liquidation conventionnelle. Ainsi au cas d'espèce, il a été considéré en l'état que l'offre publique de retrait n'offrait pas une meilleure protection aux actionnaires et qu'en conséquence, la dissolution envisagée n'induisait pas la mise en œuvre d'une telle offre.

¹ Article 236-6 du règlement général de l'AMF (ancien article 5-6-6 du règlement général du CMF).
 La ou les personnes physiques ou morales qui contrôlent une société informent l'AMF :
 1° Lorsqu'elles se proposent de soumettre à l'approbation d'une assemblée générale

extraordinaire une ou plusieurs modifications significatives des dispositions statutaires, notamment celles relatives à la forme de la société, aux conditions de cession et de transmission des titres de capital ainsi qu'aux droits qui y sont attachés ;

2° Lorsqu'elles décident le principe de la fusion absorption de cette société par la société qui en détient le contrôle, de la cession ou de l'apport à une autre société de la totalité ou du principal des actifs, de la réorientation de l'activité sociale ou de la suppression, pendant

plusieurs exercices, de toute rémunération de titres de capital.
 L'AMF apprécie les conséquences de l'opération prévue au regard des droits et des intérêts des détenteurs de titres de capital ou des détenteurs de droits de vote de la société et décide s'il y a

lieu à mise en œuvre d'une offre publique de retrait. Le projet d'offre, qui ne peut comporter de condition minimale, est libellé à des conditions qui puissent être jugées recevables.

G Les franchissements de seuils

Il est apparu nécessaire de rappeler aux actionnaires des sociétés cotées les délais dans lesquels doivent s'effectuer ces déclarations⁽¹⁾.

L'article L. 233-7 du code de commerce définit en effet les obligations déclaratives des actionnaires en cas de franchissements de seuils. S'il a impérativement fixé les conditions de délai dans lesquelles doivent être effectuées les déclarations de franchissement de seuils légaux, le législateur n'a en revanche rien imposé en matière de délai de déclaration des franchissements de seuils statutaires, lesquels peuvent être fixés de 0,5 % en 0,5 % du capital ou des droits de vote. En conséquence, l'AMF ne peut que confirmer que le délai de cinq jours fixé par la loi du 1^{er} août 2003 en matière de déclaration des franchissements de seuils légaux ne s'applique pas de plein droit aux franchissements de seuils statutaires, dont le régime de déclaration relève de la seule décision de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires.

En outre, l'AMF a été saisie d'une demande d'autorisation de franchissement temporaire du seuil du tiers des droits de vote d'une société cotée par un

actionnaire de cette dernière qui arguait principalement du fait qu'un autre actionnaire allait obtenir à brève échéance des droits de vote double, ce qui devait avoir pour conséquence de diluer sa participation, celle-ci repassant alors sous le seuil du tiers des droits de vote.

L'actionnaire s'engageait notamment à ne voter à la prochaine assemblée générale de la société qu'à hauteur du tiers des droits de vote. Néanmoins, il apparaissait que l'actionnaire cherchait essentiellement à gérer sa participation dans la société de manière à demeurer au plus près du seuil du tiers des droits de vote au fur et à mesure des modifications des droits de vote de la société.

L'AMF a rappelé à cette occasion à cet actionnaire les règles applicables en cas de franchissements temporaires tels que prévus à l'article 234-4 du règlement général de l'AMF⁽²⁾. Cet article, en effet, est très rarement utilisé et n'a été prévu que pour permettre de traiter les dépassements accidentels du seuil du tiers, ce qui n'était pas le cas en l'espèce car l'actionnaire connaissait sa situation et gérait sa participation en toute connaissance de cause. Il lui a été demandé en conséquence de ramener immédiatement et de façon continue sa participation en deçà du seuil du tiers des droits de vote.

3 Le contentieux de la recevabilité des offres et de l'information

A Cour d'appel de Paris, ordonnance du Premier Président, 1^{er} mars 2004⁽³⁾, arrêts constatant l'extinction des instances, 11 mai 2004⁽⁴⁾, OPA mixte Sanofi-Synthélabo sur Aventis

Le 3 février 2004, l'AMF a déclaré recevable le projet d'offre publique mixte à titre principal, assortie à titre subsidiaire d'une offre publique d'achat et d'une offre publique d'échange initiée par la société Sanofi-Synthélabo sur les titres de la société Aventis et le 12 février 2004, a apposé son visa sur la note d'information mise à la disposition du public à l'occasion de cette offre.

La société Aventis a déposé un premier recours en annulation à l'encontre de la décision de recevabilité puis un second à l'encontre de la décision de visa.

Parallèlement, elle a saisi le Premier Président de cette même cour d'une requête tendant à obtenir le sursis à l'exécution de la décision de recevabilité du projet d'offre.

Par une ordonnance du 1^{er} mars 2004, le délégué du Premier Président a considéré qu'il n'y avait pas lieu à statuer sur la requête en sursis à exécution, après avoir donné acte à l'AMF de l'engagement qu'elle prenait, dans l'intérêt du marché et à titre conservatoire, de différer le prononcé de la date de clôture de l'offre, en sorte que la clôture intervienne au moins huit jours après le prononcé de l'arrêt de la cour d'appel de Paris sur le recours en annulation formé à l'encontre de la décision de recevabilité.

Cette solution, déjà appliquée lors de précédentes contestations portant sur des décisions de recevabilité

¹ Revue mensuelle de l'AMF n° 9 de décembre 2004.

² L'AMF peut autoriser, dans des conditions qui sont rendues publiques, le franchissement temporaire du seuil du tiers visé aux articles 234-2 et 234-3 si le dépassement porte sur moins de 3 % du capital

et des droits de vote et si sa durée n'excède pas six mois. La ou les personnes concernées s'engagent à ne pas exercer, pendant la période de reclassement, les droits de vote correspondants.

³ CA Paris, Ordonnance du 1^{er} mars 2004, 1^{re} Ch. H, RG 2004/03091.

⁴ CA Paris, Arrêts du 11 mai 2004, 1^{re} Ch. H, RG 2004/03547 et RG 2004/03073.

du Conseil des marchés financiers, présente l'avantage de ne créer aucune situation irréversible pour quiconque.

L'offre publique visant les actions de la société Sanofi, qui était ouverte depuis le 17 janvier 2004, a finalement été clôturée le 30 juillet 2004, après que la cour d'appel de Paris eut constaté, dans ses arrêts du 11 mai 2004, que la société Aventis se désistait des instances en annulation des décisions de recevabilité et de visa. La date de clôture retenue tenait également compte des délais inhérents à l'information et à la réception des ordres ainsi que des délais engendrés par l'instruction par les autorités de la concurrence américaines du dossier de rapprochement de la société cible et de la société initiatrice de l'offre⁽¹⁾.

B Cour d'appel de Paris, 6 avril 2004, OPRO France Télécom sur Orange

Les arrêts de rejet de la cour d'appel de Paris du 6 avril 2004 relatif à l'OPRO initiée par la société France Télécom sur les titres de la société Orange font l'objet de pourvois en cassation :

- le premier pourvoi reproche à l'arrêt⁽²⁾ d'avoir jugé mal fondé le recours, introduit par l'ADAM, en annulation de la décision de recevabilité de l'offre prise par le CMF le 13 novembre 2003 (n° 203C1920) ;
- le second pourvoi reproche à l'arrêt⁽³⁾ du même jour d'avoir considéré comme mal fondé le recours introduit par un actionnaire individuel à l'encontre de la décision par laquelle la COB a apposé son visa le 17 novembre 2003 (n° 03-1012) sur le projet de note d'information conjointe préparé par les deux sociétés.

C Cour d'appel de Paris, 7 décembre 2004⁽⁴⁾, OPRO Acxiom European Holdings Limited sur Consodata

La cour d'appel de Paris a prononcé l'irrecevabilité de la déclaration d'appel remise, le 2 août 2004, par deux actionnaires minoritaires.

Cette déclaration était formée contre la décision de l'Autorité des marchés financiers n° 204C0937 du 22 juillet 2004, déclarant recevable le projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire déposé par la société Acxiom European Holdings Ltd (Acxiom) visant les actions de la société Consodata, au prix unitaire de 11,23 euros par action.

Le 30 mars 2004 la société de droit anglais Acxiom a acquis l'intégralité de la participation de la société Seat Pagine Gialle dans Consodata, au prix de 0,01 euro par action, détenant alors 98,59 % du capital et des droits de vote.

Le 7 juin 2004 Acxiom déposait un projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions Consodata non détenues par elle, au prix unitaire de 11,23 euros, en précisant qu'elle déposerait dès la clôture de cette offre, un projet d'offre publique de retrait obligatoire visant les actions demeurées dans le public. À l'issue de cette offre publique d'achat simplifiée dont la recevabilité avait été prononcée le 23 juin 2004, Acxiom détenait, le 13 juillet 2004, 99,38 % du capital et des droits de vote de Consodata.

L'initiateur s'engageait irrévocablement à acquérir au même prix les actions restantes, ainsi que celles susceptibles d'être émises en raison de l'exercice d'options de souscription d'actions et par suite de l'exercice de bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise.

Le 22 juillet 2004, l'Autorité a prononcé la recevabilité de cette offre. Par avis du 27 juillet, elle fixait au 28 juillet l'ouverture de l'offre publique de retrait, et sa clôture au 10 août 2004. Par décision du 9 août 2004, à la suite de la déclaration de recours, l'Autorité informait le marché de ce que l'offre était prolongée jusqu'à plus amples informations, la procédure centralisée et la clôture de l'offre de retrait reportées.

L'arrêt du 7 décembre 2004 ayant déclaré ce recours irrecevable, la date de clôture de l'offre a finalement été fixée au 16 décembre 2004⁽⁵⁾ et son résultat donné le 22 décembre 2004⁽⁶⁾.

La cour a rappelé dans son arrêt que :

- l'article 28 du décret n° 2003-1109 du 21 novembre 2003, selon lequel les parties et l'AMF ont la faculté de se faire assister par un avocat ou représenter par un avoué près la cour d'appel de Paris, ne fait pas obstacle à ce qu'un avocat, ayant reçu mandat à cette fin, forme pour compte de ses mandants un recours devant la cour d'appel de Paris ;
- l'appel, qui tend à faire réformer ou annuler par la cour d'appel un jugement rendu par une juridiction de premier degré, n'est pas ouvert contre les décisions de nature administrative émanant de l'AMF. En effet, ces

¹ Voir supra chapitre III pages 105-106.

² CA Paris, Arrêt du 6 avril 2004, 1^{re} Ch. H, RG n° 2003/19984/Rapport annuel AMF 2003, pages 86 à 88.

³ CA Paris, Arrêt du 6 avril 2004, 1^{re} Ch. H, RG n° 2003/19927/Rapport annuel AMF 2003, pages 89 et 87.

⁴ CA Paris, Arrêts du 7 décembre 2004, 1^{re} Ch. H, RG 2004/13137.

⁵ AMF, Décisions et Informations du 16 décembre 2004, n° 204C1581.

⁶ AMF, Décisions et Informations du 22 décembre 2004, n° 204C1493.

décisions ne peuvent être contestées devant le juge judiciaire que dans le cadre prévu à l'article L. 621-30 du code monétaire et financier, soit devant la cour d'appel de Paris selon la voie de recours spéciale prévue par la loi pour contester certaines décisions de nature administrative prises par l'AMF ;

- au surplus, en vertu de l'article 28 du décret du 21 novembre 2003, la déclaration de recours doit préciser, à peine d'irrecevabilité, l'objet de ce recours.

4 Les aspects comptables

A Le passage aux normes IFRS

Dans la perspective du changement de référentiel comptable, rendu obligatoire à compter du 1^{er} janvier 2005 par le règlement⁽¹⁾ qui s'applique aux comptes consolidés des sociétés européennes cotées sur un marché réglementé, l'essentiel⁽²⁾ des normes IAS et IFRS a été adopté par l'Union européenne.

1 Les obligations réglementaires existantes

Sur la base des seules obligations figurant dans les normes IFRS et des textes réglementaires, jusqu'en 2004 les émetteurs ont communiqué uniquement en normes françaises. En 2005, ils prépareront leurs comptes consolidés selon les normes IFRS mais ne les publieront qu'en 2006. En effet, la norme IAS 34 n'étant pas d'application obligatoire, les émetteurs ne sont pas obligés de publier des comptes semestriels en IFRS. Ce n'est donc qu'en 2006 que l'investisseur découvrira les états financiers annuels complets conformes aux normes IFRS. Or, compte tenu de l'obligation de présenter un exercice comparatif dans le même référentiel comptable, la date réelle de transition aux normes IFRS est le 1^{er} janvier 2004 (premier jour de l'exercice fourni à titre de comparaison).

Jusqu'en 2004, les émetteurs ont communiqué uniquement en normes françaises compte tenu des textes réglementaires. L'introduction des normes IFRS en Europe à compter du 1^{er} janvier 2005 conduit à l'établissement de comptes consolidés 2005, publiés en 2006, suivant ce nouveau référentiel qui n'impose pas obligatoirement la présentation de comptes semestriels⁽³⁾. Ce n'est donc qu'en 2006 que l'investisseur découvrira les états financiers consolidés annuels complets conformes aux normes IFRS. Or, l'obligation de présenter des états financiers consolidés 2004 comparatifs à ceux établis pour 2005 conduit à

une transition effective aux normes IFRS dès le bilan d'ouverture établi au 1^{er} janvier 2004.

Attendre 2006 pour connaître l'impact de la nouvelle réglementation n'aurait pas permis aux marchés de s'acclimater aux changements attendus et présentait un risque de déstabilisation des investisseurs. Les régulateurs européens (CESR) ont donc engagé dès 2002 une réflexion complémentaire sur le calendrier de communication financière adapté à cet exercice complexe et inédit.

Par ailleurs, en France, le règlement général de l'AMF (article 221-5) impose de publier des comptes semestriels complets (états financiers et annexe). Ces obligations s'appliquant à l'exercice 2005, il était nécessaire de préciser les modalités de production des comptes semestriels 2005.

2 La transition aux normes IFRS : les recommandations du CESR et de l'AMF

Le 10 février 2004, l'AMF a fait sienne la recommandation du CESR sur la transition aux normes IFRS⁽⁴⁾. Elle a demandé aux entreprises cotées sur un marché réglementé d'appliquer cette recommandation ou de justifier les raisons qui les conduiraient à ne pas le faire.

Cette recommandation, élaborée par les régulateurs européens de valeurs mobilières, a été publiée le 30 décembre 2003. Le processus recommandé par le CESR se déroule en quatre étapes.

- Première étape

Dès 2003, il avait été demandé aux émetteurs cotés de fournir des informations non quantifiées sur les plans de transition et les différences entre leurs pratiques comptables et celles qu'ils auraient à suivre en 2005.

¹ Règlement CE 1606/2002 du 19 juillet 2002.

² La norme IAS 39 ayant été adoptée avec des exclusions temporaires portant sur :
- l'option juste valeur sur les passifs retirée du règlement au motif qu'elle est contraire à l'article 42 de la quatrième directive qui interdit d'évaluer les passifs à la juste valeur ;

- les parties relatives à la comptabilité de couverture restreignant la prise en compte des dépôts à vue. Entre le 16 juillet 2003 et le 30 novembre 2004, l'ARC (Accounting Regulatory Committee) a adopté toutes les normes IAS 1 à 41 (après

Improvements), l'IFRS 1, les IFRS 3 à 5, ainsi que l'interprétation IFRIC 1. La norme IFRS 2 (share-based payments) a été retenue par l'ARC le 20 décembre 2004 et adoptée le 7 janvier 2005.

³ Le règlement 1606/2002 ne vise pas les comptes semestriels.

⁴ Revue mensuelle de l'AMF, n° 1 de mars 2004.

- Deuxième étape

À l'occasion des rapports annuels pour 2004, les régulateurs ont souhaité que les émetteurs fournissent, dès que possible, une information quantifiée sur l'impact du passage aux IFRS sur leurs comptes 2004.

- Troisième étape

Afin que le marché ne soit pas induit en erreur par la communication de résultats intermédiaires⁽¹⁾ basés sur des normes locales, le CESR a considéré que, pour les comptes intermédiaires 2005, les émetteurs devraient appliquer les méthodes et principes qui seront utilisés lors de l'élaboration de leurs comptes consolidés 2005. Par conséquent, les comptes semestriels, s'ils sont obligatoires, devront être établis sur la base des normes IFRS. Les comptes semestriels 2004 seront retraités en IFRS pour permettre des comparaisons.

- Quatrième étape

Au début de 2006, les comptes consolidés 2005 ainsi que les comptes 2004 comparatifs seront publiés en IFRS. Les comptes 2003 pourront ne pas être retraités en IFRS dans les documents de référence et prospectus. Mais il devra être indiqué très clairement que l'information au titre de 2003 a été présentée sous un autre référentiel comptable.

En pratique, pour les sociétés qui présentent trois années de comptes (en cas d'établissement d'un prospectus ou d'un document de référence) quatre colonnes seront présentées en 2005 (2003 et 2004 en normes françaises, 2004 et 2005 en normes internationales).

Dans une lettre adressée aux émetteurs le 2 juillet 2004⁽²⁾, le Président de l'AMF a insisté sur :

- l'importance des efforts pédagogiques à mettre en œuvre par les émetteurs afin de permettre au plus grand nombre d'utilisateurs de s'approprier le nouveau référentiel. Le but doit être de limiter la période d'incertitude engendrée par ce changement radical de références. En effet, si les explications des émetteurs sont insuffisantes, analystes et investisseurs risquent, par manque de connaissance, d'adopter une attitude de défiance ;
- la nécessité de mettre en place la collecte des données chiffrées au 30 juin 2004, pour fournir des éléments assurant la comparabilité des données au 30 juin 2005 ;

- la possibilité pour les sociétés ayant un exercice décalé (par exemple au 31 mars 2004) de suivre les indications du CESR en décalant dans le temps les différentes phases (par exemple, au 31 mars 2004 : explication du projet IFRS ; au 31 mars 2005 : présentation du tableau de passage chiffré sur les comptes clos à cette date, etc.).

3 Le suivi de la transition aux normes IFRS

Tout au long de l'année 2004, l'Autorité des marchés financiers a communiqué⁽³⁾ sur ses recommandations pour la transition des normes comptables actuelles vers les normes internationales.

En décembre 2004, la Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC) a produit un guide méthodologique dont l'objectif est de définir les diligences que devront mettre en œuvre les commissaires aux comptes lors de la préparation de la transition et à l'occasion de la communication des informations relatives à l'impact des normes IFRS.

Enfin, les services de l'AMF ont régulièrement été contactés par des sociétés souhaitant discuter des problématiques spécifiques qu'elles rencontraient dans la communication sur leur transition vers le référentiel IFRS. Dans sa revue mensuelle de janvier 2005, l'AMF a publié un article faisant l'état de la réglementation et des pratiques professionnelles en France et proposant une synthèse des prises de position effectuées au cours des derniers mois de 2004. En conclusion de cette communication, l'AMF a rappelé aux sociétés concernées par la mise en œuvre obligatoire des normes IFRS au 1^{er} janvier 2005 qu'elles doivent respecter les grands principes suivants lorsqu'elles communiqueront sur les incidences du changement de référentiel comptable :

- il n'est pas souhaitable de communiquer sur des informations non auditées (ou présentées comme telles). Pour éviter que les éléments chiffrés ne soient ultérieurement corrigés, avant d'être communiqués au public, il est souhaitable qu'ils aient été soumis à la revue et à l'approbation à la fois du comité d'audit et des commissaires aux comptes et que ces contrôles soient portés à la connaissance du public ;
- compte tenu du principe énoncé ci-dessus, l'AMF estime préférable qu'un émetteur diffère sa communication en expliquant les raisons qui le conduisent à cette décision plutôt que de fournir une

¹ Lorsque des résultats intermédiaires sont requis par la réglementation locale ou les pratiques de marché.

² Revue mensuelle de l'AMF, n° 5 de juillet-août 2004.

³ Interventions lors de diverses manifestations, article de presse, document pédagogique sur le site de l'AMF, etc.

information quantitative insuffisamment fiabilisée ou non exhaustive (donc éventuellement biaisée) lors de la présentation de ses comptes 2004. Un émetteur se trouvant dans cette situation dispose d'un délai jusqu'à la date de présentation de ses comptes semestriels pour fournir une information quantitative ;

- la plus grande transparence doit être faite sur les options retenues lors du changement de référentiel. Cette transparence exige que l'ensemble des options retenues soit porté à la connaissance des utilisateurs des états financiers, compte tenu de la portée de ces options dans le temps ;
- enfin, l'AMF insiste sur les efforts de pédagogie qui doivent être mis en œuvre. La complexité de certains aspects des normes IFRS rend ces efforts indispensables. L'AMF estime qu'à défaut, l'information fournie aux utilisateurs risquerait soit d'être trop simplifiée (et donc de ne pas fournir l'ensemble des informations pertinentes), soit d'être compréhensible seulement par un nombre limité d'experts.

B L'évolution de la réglementation comptable française

En 2004, le Conseil national de la comptabilité (CNC) et le Comité de la réglementation comptable (CRC) ont publié de nombreux textes (règlements, avis et communiqués). Les services de l'AMF ont contribué, dans la mesure où ces textes étaient susceptibles de concerner des sociétés faisant appel public à l'épargne, à l'élaboration de ces documents.

1 Les entreprises de tous secteurs

a) Les règlements sur les entités *ad hoc*

En application de l'article L. 133 de la loi 2003-706 du 1^{er} août 2003 de sécurité financière (LSF), qui fait suite à la recommandation de la COB et de la Commission bancaire de novembre 2002⁽¹⁾ sur les montages déconsolidants et les sorties d'actifs, le CRC a, par trois règlements distincts⁽²⁾, modifié les alinéas relatifs aux entités *ad hoc* dans les trois règlements⁽³⁾ applicables aux comptes consolidés des entreprises, des banques et des entreprises d'assurance.

Ils modifient les dispositions des règlements susvisés relatives à la composition de l'ensemble à consolider. Ils prévoient que le contrôle exclusif ne s'applique pas uniquement aux entités dont l'entreprise consolidante

est actionnaire ou associée, mais également à celles avec lesquelles aucun lien en capital n'existe. Cette suppression du lien en capital est également étendue aux entités *ad hoc*.

Concernant ces dernières, le règlement précise les critères permettant d'identifier le contrôle de fait, ainsi que l'analyse qui doit être réalisée des mécanismes d'autopilotage. Parmi les trois critères d'analyse du contrôle, le premier, relatif au pouvoir de décision, est jugé prédominant, mais il doit être combiné avec l'un des deux autres critères (respectivement la majorité des avantages économiques et la majorité des risques) afin de confirmer le contrôle de fait. La combinaison des deux derniers critères peut conduire à la consolidation de l'entité *ad hoc*.

Ces dispositions ne s'appliquent pas aux fonds communs de créances, mais des informations spécifiques sur les actifs, passifs et résultats de ces entités doivent être fournies en annexe.

b) Les règlements sur la juste valeur des instruments financiers

Le 23 novembre 2004, le CRC a adopté différents règlements⁽⁴⁾ permettant la transposition en droit français de la directive 2001/65/CE du Parlement européen dite juste valeur. Ces règlements sont applicables à tous les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2004 et en cours au 23 novembre 2004.

Ces différents règlements exigent des informations supplémentaires sur les instruments financiers. Ces informations, à fournir au sein de l'annexe aux comptes, portent selon les cas sur :

- le volume, la valorisation et la nature de ces instruments financiers à la date de clôture ;
- la juste valeur des instruments dérivés ou des titres d'investissement ;
- le montant des moins-values latentes des titres d'investissement.

c) Les autres règlements du CRC

- **Le règlement CRC n° 2004-01 du 4 mai 2004 relatif au traitement comptable des fusions et opérations assimilées**

¹ Bulletin mensuel COB, n° 373 de novembre 2002.

² Règlements CRC n° 2004-03, n° 2004-04, n° 2004-05 du 4 mai 2004.

³ Respectivement les règlements CRC n° 99-02, 99-07 et 2000-05.

⁴ Règlements CRC n° 2004-14, n° 2004-15, n° 2004-16, n° 2004-17, n° 2004-18, n° 2004-19 du 23 novembre 2004.

Ce règlement s'applique à la comptabilisation dans les comptes individuels, de toutes les opérations de fusions et opérations assimilées rémunérées par des titres et retracées dans un traité d'apport prévu à l'article L. 236-6 du code de commerce (fusions, fusions simplifiées, apports partiels d'actifs). Il concerne les opérations postérieures au 1^{er} janvier 2005.

Pour l'essentiel, ce nouveau règlement affirme la référence obligatoire au traité d'apport puisque les apports sont inscrits dans les comptes de la société bénéficiaire pour les valeurs figurant dans le traité d'apport, et consacre la méthodologie des valeurs d'apport, à savoir que la possibilité d'utiliser la valeur comptable ou la valeur réelle est fonction de la situation donnée. En effet, les apports sont évalués à la valeur comptable ou à la valeur réelle, selon la situation de contrôle au moment de l'opération (entités sous contrôle commun ou sous contrôle distinct) et éventuellement le sens de l'opération (fusion à l'endroit ou à l'envers). Pour déterminer les situations de contrôle, cette méthodologie s'inspire des comptes consolidés car la notion de contrôle d'une société est définie au paragraphe 1002 du règlement n° 99-02 du CRC relatif aux comptes consolidés des sociétés commerciales et entreprises publiques modifié par le règlement CRC n° 2004-03.

Le traitement comptable du *mali* a été précisé. En effet, le *mali* non représentatif d'une dépréciation des titres est inscrit à l'actif en immobilisation incorporelle. De manière extra-comptable, ce *mali* technique est affecté aux différents actifs apportés pour permettre le suivi de sa valeur dans le temps. Au-delà du *mali* technique, le solde du *mali* qui peut être représentatif d'un complément de dépréciation de la participation détenue dans la société absorbée doit être comptabilisé dans le résultat financier de la société absorbante de l'exercice au cours duquel l'opération est réalisée.

Concernant le cas particulier des opérations de confusion de patrimoine, définies à l'article 1844-5 du code civil, et bien qu'un traité d'apport ne soit pas expressément prévu pour ces opérations, celles-ci doivent respecter le nouveau règlement et, s'agissant d'opérations réalisées entre entreprises sous contrôle commun, les actifs et passifs transmis sont effectués à leur valeur comptable.

- Le règlement CRC n° 2004-06 du 23 novembre 2004 relatif à la définition, la comptabilisation et l'évaluation des actifs

Ce règlement (qui modifie le règlement CRC n° 99-03) précise et modifie un certain nombre de notions relatives aux actifs. Ce faisant, il réduit les sources de divergences entre la réglementation comptable française et les normes IFRS en matière de définition, de comptabilisation et de méthodes d'évaluation des actifs.

Ce règlement est applicable aux exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2005. Une application anticipée à compter du 1^{er} janvier 2004 est autorisée. L'impact de ce règlement doit être traité comme un changement de méthode comptable. Les éléments qui ne répondent plus aux définitions et critères de comptabilisation des actifs doivent être sortis du bilan. Cette règle ne s'applique toutefois pas aux parts de marché reconnues dans les comptes consolidés à l'occasion d'un regroupement d'entreprises, celles-ci devant faire l'objet de dispositions ultérieures.

- Le règlement CRC n° 2004-08 du 23 novembre 2004 relatif à la comptabilisation des quotas d'émission de gaz à effet de serre

Faisant suite à l'avis n° 2004-C du Comité d'urgence du CNC, ce règlement précise les modifications qui sont apportées au plan comptable général afin de permettre la comptabilisation des quotas d'émission de gaz à effet de serre. Il est d'application immédiate.

d) Les avis du Comité d'urgence⁽¹⁾

Les principaux avis émis par le Comité d'urgence du CNC au cours de l'année 2004 sont présentés ci-après.

- Avis n° 2004-A du 21 janvier 2004 sur le 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

Le Comité d'urgence a été saisi par l'AMF d'une question sur les incidences de la loi du 21 août 2003 sur la comptabilisation des engagements relatifs aux indemnités de fin de carrière. En effet, cette loi prévoit l'allongement de la durée de cotisation et modifie sensiblement les modalités de départ à la retraite.

⁽¹⁾ Le Comité d'urgence du CNC est chargé de l'interprétation des normes comptables françaises.

3 LES OPÉRATIONS FINANCIÈRES ET LA QUALITÉ DE L'INFORMATION

Le Comité considère que pour les sociétés appliquant déjà la recommandation du CNC n° 2003-R.01 (soit totalement, soit partiellement), les modifications résultant de la loi doivent être considérées comme résultant d'un changement de régime d'avantages postérieurs à l'emploi. En conséquence, pour les comptes des exercices clos après le 22 août 2003, les incidences doivent être comptabilisées selon un mode linéaire sur la durée résiduelle moyenne d'activité des salariés bénéficiaires.

Pour les sociétés qui n'appliquaient pas la recommandation du CNC n° 2003-R.01, les conséquences de la loi constituent, selon le Comité, un changement d'estimation. L'écart par rapport à l'estimation antérieure doit être comptabilisé immédiatement en résultat si l'incidence des modifications engendrées par la loi n° 2003-775 ne peut être identifiée.

À la suite de la recommandation du CNC n° 2003-R.01 et en prévision également de l'application à compter du 1^{er} janvier 2005 de la norme IAS19, l'AMF a analysé l'information présentée par les entreprises du CAC40 au titre de l'exercice 2002.

Cette étude a permis de montrer l'étendue des progrès restant à accomplir par les sociétés du CAC40 en matière d'information financière, pour atteindre le niveau d'exigence fixé par la recommandation du CNC. L'AMF a donc rappelé ces exigences et invité les entreprises à donner des informations pertinentes par zones géographiques et à fournir des éléments permettant d'évaluer les prévisions de rendement des actifs de couverture grâce aux rendements réellement observés.

Cette problématique des engagements de retraite et avantages assimilés a été identifiée comme une source potentielle de divergence significative avec les comptes présentés selon le référentiel IFRS.

- Avis n° 2004-C du 23 mars 2004 relatif à la comptabilisation des quotas d'émission de gaz à effet de serre dans les comptes individuels et consolidés

Cet avis traite des quotas d'émission de gaz à effet de serre mis en place dans l'Union européenne par la directive 2003/87/CE. Le Comité a distingué les cas d'utilisation dans le cadre d'une activité industrielle et les cas de négoce. Pour les entreprises industrielles,

le Comité a estimé que les quotas d'émission reçus ou acquis correspondent à la définition d'un actif incorporel. Ils doivent être évalués initialement par référence à des marchés actifs ou à défaut à dire d'expert. Par ailleurs, les émissions de gaz font naître une obligation qui doit se traduire par un passif. À la date de clôture des comptes, une compensation est effectuée entre les quotas figurant à l'actif et ce passif. Le cas échéant, une provision est constatée pour tenir compte d'émissions excédant les quotas disponibles. À l'inverse, un test de dépréciation doit être mis en œuvre pour les quotas excédentaires.

Le Comité a considéré pour les entreprises de négoce que, bien que les quotas ne constituent pas des instruments financiers, il est nécessaire de les comptabiliser parmi les « autres titres conférant un droit de propriété ». Les plus-values et moins-values sont comptabilisées en résultat de l'exercice et une dépréciation est constatée le cas échéant pour faire face à une baisse de valeur.

- Avis n° 2004-D du 13 octobre 2004 relatif aux dispositions particulières concernant la consolidation des fonds communs de créances et des organismes étrangers

À la suite des règlements du CRC n°s 2004-03, 2004-04 et 2004-05, un groupe de travail a été réuni pour définir les situations dans lesquelles la présomption de conservation du pouvoir de décision serait levée pour les opérations de titrisation.

Le Comité a considéré que cette présomption était levée et que le fonds ne devait pas être consolidé lorsque les quatre conditions suivantes sont réunies :

- la société de gestion a la capacité effective de changer de prestataire pour effectuer le recouvrement des créances ;
- la société de gestion ne peut déléguer à la société cédante d'autre rôle que celui lié au recouvrement ;
- hormis certaines exceptions limitées, la société cédante ne peut racheter les créances cédées ;
- la garantie accordée par le cédant au fonds est limitée en montant et ne doit pas être évolutive en fonction de la performance de tout ou partie des créances transférées.

- Avis n° 2004-E du 13 octobre 2004 relatif à la comptabilisation des droits à réduction ou avantages en nature (produits ou services) accordés par les entreprises à leurs clients

Le Comité d'urgence a été saisi par la CNCC du traitement comptable des avantages qui peuvent être accordés à des clients sous forme de droits à réduction ou avantages en nature. Ces avantages visent les réductions accordées au titre des ventes passées et utilisables à l'occasion de ventes futures (chèques cadeaux, chèques réduction, cartes de fidélité, etc.) et les avantages en nature restitués aux clients sous forme de produits (prélevés sur les marchandises de l'entreprise ou acquis à l'extérieur) ou services (rendus par l'entreprise ou par des tiers).

Le Comité a considéré que les transactions conduisant à accorder des réductions monétaires ou des avantages en nature doivent donner lieu, dès la vente initiale, à la comptabilisation d'une provision sur la base du coût de revient de l'avantage accordé. Pour les entreprises qui ne comptabilisaient pas cette obligation, le Comité a estimé que ce nouveau traitement devait être traité comme un changement de méthode comptable. Pour les entreprises qui comptabilisaient déjà ce type d'obligation à un niveau au moins égal à la provision obtenue par le traitement susvisé, le Comité a considéré que le principe de permanence des méthodes devait conduire à maintenir les traitements antérieurs.

- Avis n° 2004-F du 13 octobre 2004 relatif à la comptabilisation du droit individuel à la formation

Cet avis fait suite à la loi n° 2004-391 qui reconnaît aux salariés de droit privé un droit individuel à la formation (DIF) de 20 heures par an. Ce droit est cumulable sur plusieurs années mais plafonné à 120 heures par salarié. Il est mis en œuvre à l'initiative du salarié, cependant, le choix de la formation doit être approuvé par l'employeur. En cas de désaccord persistant durant deux années consécutives, un organisme paritaire agréé assure la prise en charge de l'action de formation.

Dans son analyse, le Comité a distingué deux cas de figure. En cas d'accord entre salarié et employeur, l'obligation est jugée certaine. Cependant, le Comité a considéré que l'on pouvait présupposer qu'une contrepartie future au moins équivalente serait obtenue du salarié. Par ailleurs, le Comité a relevé que les dépenses au titre du DIF sont imputables sur l'obligation légale de l'entreprise de participer

au développement de la formation professionnelle continue. En conséquence, il a estimé que les dépenses engagées dans le cadre du DIF constituent, dans ce cas de figure, des charges de période.

Concernant les cas de désaccord (deux années durant), de licenciement ou de démission, le Comité a considéré qu'une obligation est créée soit par l'accord du Fongecif sur la demande du salarié, soit par la demande du salarié licencié ou démissionnaire à bénéficier du DIF (si cette demande intervient avant la fin du délai congé). Cette obligation doit, selon le Comité, donner lieu à la constatation d'un passif.

2 Les entreprises d'assurance

a) Les règlements du CRC

- Règlement CRC n° 2004-10 du 23 novembre 2004 modifiant le paragraphe 30013 (provision pour risque d'exigibilité) du règlement CRC n° 2000-05 du 7 décembre 2000 du Comité de la réglementation comptable relatif aux règles de consolidation et de combinaison des entreprises régies par le code des assurances et des institutions de prévoyance régies par le code de la sécurité sociale ou par le code rural

Ce règlement supprime la provision pour risque d'exigibilité des comptes consolidés des entreprises d'assurance. Ce changement de méthode est applicable aux exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2004. La disparition de cette provision doit s'accompagner de la modification corrélative des impôts différés correspondants.

b) Les avis du Comité d'urgence

- Avis n° 2004-G du 16 décembre 2004 relatif au traitement comptable des primes émises par les organismes d'assurance

Par cet avis, le Comité a confirmé que les primes et cotisations encaissées avant la date d'effet d'un contrat d'assurance constituent des acomptes et doivent être comptabilisées au passif du bilan. Le Comité a considéré que la prise d'effet de la garantie constitue le fait générateur de la comptabilisation de ces primes et cotisations en compte de résultat.

En conséquence de cette confirmation d'interprétation, les modifications de comptes résultant de cet avis doivent être traitées comme des corrections d'erreur.

C La surveillance de la profession de commissaire aux comptes

L'année 2004 a été marquée par la mise en place progressive de la nouvelle architecture institutionnelle en matière de surveillance de la profession de commissaire aux comptes, issue de la loi de sécurité financière.

1 L'évolution de la régulation de l'audit en France

La création du Haut Conseil du commissariat aux comptes (HCCC) par la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 s'inscrit dans le mouvement général constaté au plan international après la série de scandales comptables intervenus, visant à mettre un terme à l'autorégulation de la profession d'auditeur. Le nouveau dispositif institue ainsi en France deux niveaux de responsabilité :

- le Haut Conseil est chargé, pour la défense de l'intérêt public, de la surveillance générale de la profession et concourt, par ses avis et décisions, au développement d'un cadre normatif rigoureux et exigeant pour la profession de commissaire aux comptes ;
- la Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC), organe professionnel, prête son concours au Haut Conseil pour la réalisation effective de certaines tâches.

Après son installation officielle par le Garde des Sceaux en décembre 2003, le Haut Conseil du commissariat aux comptes a démarré ses activités opérationnelles portant sur les trois grandes missions que lui confie la loi : la déontologie et en particulier l'indépendance, le contrôle qualité et la normalisation des diligences.

Les premiers résultats des travaux du Haut Conseil sont analysés ci-dessous au travers des avis et décisions qu'il a rendus publics.

Le Haut Conseil est également investi de compétences disciplinaires en qualité d'organe d'appel des décisions des chambres régionales en matière de discipline et d'inscription.

La Compagnie nationale des commissaires aux comptes fournit en application de cette loi au Haut Conseil les concours et moyens nécessaires à la réalisation de

ses objectifs. En particulier, la Compagnie effectue les contrôles périodiques et occasionnels prévus par l'article L. 821-7 du code de commerce. Elle a également conservé la mission d'élaborer les projets de normes d'exercice professionnel, avant leur homologation par le Garde des Sceaux.

Dans ce nouveau dispositif, l'AMF intervient à deux niveaux :

- son Président est membre de droit du Haut Conseil et participe ainsi à la régulation de l'ensemble de la profession ;
- elle entretient une relation directe avec les commissaires aux comptes des personnes faisant appel public à l'épargne, l'article L. 621-22 du code monétaire et financier définissant les droits et obligations particuliers de ceux-ci en matière d'information de l'AMF tout au long de leur mandat (notamment la nomination et le renouvellement du mandat, les difficultés dans la certification des comptes, la procédure d'alerte, le signalement des irrégularités et inexactitudes)⁽¹⁾.

2 Les avis rendus par le Haut Conseil du commissariat aux comptes

a) En matière de déontologie

- **Avis du 1^{er} juillet 2004 relatif au projet de norme relative aux prestations entrant dans les diligences directement liées à la mission de commissaire aux comptes**

La loi de sécurité financière a abrogé l'article L. 225-224 du code de commerce qui interdisait dans son 4^o au commissaire aux comptes de recevoir de la société ou de ses dirigeants de salaire ou de rémunération quelconque à raison d'une autre activité que celle de commissaire aux comptes (avec une exception notable relative aux missions particulières de révision effectuées par le commissaire aux comptes pour le compte de la société dans les sociétés comprises dans le périmètre de consolidation ou destinées à y entrer). Désormais, le commissaire aux comptes est autorisé à accomplir toute mission auprès de la société, de sa mère ou de ses filiales, dès lors que cette mission fait partie des diligences directement liées à la mission de commissaire aux comptes, telles que définies par les normes d'exercice professionnel. De ce point de vue, l'avis du Haut Conseil du commissariat aux comptes du 1^{er} juillet

¹ La présentation complète de ces dispositions figure dans le rapport annuel de l'AMF 2003, pages 96 et 97.

2004⁽¹⁾ apporte une précision importante sur la définition des diligences directement liées à la mission : « Le Haut Conseil rappelle que les normes d'exercice professionnel ayant pour objet de déterminer les diligences directement liées à la mission du commissaire aux comptes se distinguent des normes établissant des diligences qui relèvent de la mission même de certification des comptes et qui figurent dans le référentiel normatif actuel de la Compagnie nationale.

Cette distinction implique que ce référentiel comporte à l'avenir des normes correspondant à deux catégories de diligences, celles relevant de la mission légale de commissaire aux comptes et celles qui sont liées directement à cette mission.

C'est pourquoi il reviendra à la Compagnie nationale de compléter ce référentiel ou de le moderniser en introduisant des normes sur les diligences à mettre en œuvre à l'occasion notamment :

- d'opérations d'acquisition ;
- d'opérations de cession ;
- de consultations demandées aux commissaires aux comptes ayant un impact direct sur les comptes ;
- de vérifications à faire dans un contexte de fraude ;
- de l'élaboration du rapport sur le contrôle interne ;
- des interventions du commissaire aux comptes dans l'entreprise en difficulté ;
- des interventions du commissaire aux comptes en matière environnementale.

Le Haut Conseil précise que cette liste n'a en aucun cas un caractère exhaustif.

Le Haut Conseil rappelle aussi que le code de déontologie précisera les missions interdites aux commissaires aux comptes. »

Cet avis donne ainsi une première idée du contenu des diligences directement liées à la mission du commissaire aux comptes, se situant entre les diligences relevant de la mission légale habituelle et les missions interdites.

- Avis du 27 décembre 2004 sur l'avant-projet de code de déontologie élaboré par la CNCC

Le projet de code de déontologie constitue une étape décisive dans la mise en œuvre de la loi de sécurité financière et un élément majeur pour la structuration des relations entre les commissaires aux comptes

et les entreprises, en particulier les groupes faisant appel public à l'épargne. Aussi, l'avis rendu par le Haut Conseil au terme de six mois de travaux intensifs revêt-il une importance particulière. Il souligne l'attention portée par le Haut Conseil à quatre thèmes figurant dans le projet (les principes fondamentaux de comportement, les réseaux, les interdictions et les incompatibilités), puis propose au Garde des Sceaux une version réécrite de celui-ci. Il appartient désormais à la Chancellerie d'arrêter la version définitive du texte qui sera approuvé par décret.

L'AMF a contribué à l'élaboration de cet avis à raison de sa participation aux travaux du Haut Conseil. Elle a également été amenée à se prononcer directement sur le projet de code de déontologie, son avis⁽²⁾ étant requis par l'article L. 822-16 du code de commerce dans la mesure où les dispositions dudit code de déontologie s'appliquent aux commissaires aux comptes intervenant auprès des personnes faisant appel public à l'épargne.

L'analyse comparée des deux avis sur le sujet primordial des prestations autres que l'audit et rendues par les entités membres des réseaux des commissaires aux comptes aux filiales françaises et étrangères des entreprises, notamment cotées, témoigne d'une grande convergence de vue entre les deux institutions : pour l'AMF, la séparation stricte du contrôle légal des comptes et du conseil exercés par un réseau pour le compte du même client devrait s'étendre aux prestations autres que le contrôle légal des comptes, fournies aussi bien à la société tête de groupe qu'à ses filiales françaises et étrangères, et être précisée par le code ainsi que le prévoit la loi. Pour le Haut Conseil, le projet de code « est trop limitatif, en ce sens que ne sont pas pris en compte le groupe dans lequel interviennent ces situations [d'incompatibilité] et le réseau en tant que prestataire de services ». La nouvelle rédaction de l'article 25⁽³⁾ du projet de code, suggérée par le Haut Conseil dans son avis, répond de manière adaptée à ces observations en donnant une liste détaillée de prestations des réseaux qui affectent l'indépendance des commissaires aux comptes. Pour le Haut Conseil, « le régime des incompatibilités ainsi proposé est extrêmement novateur et sans précédent pour la profession. Il s'inscrit toutefois dans le droit fil de la loi de sécurité financière ».

¹ Relatif à un projet de norme relative aux prestations entrant dans les diligences directement liées à la mission de commissaire aux comptes.

² Non publié.

³ Relatif à la fourniture de prestations de services par un membre du réseau à une personne contrôlée ou qui contrôle la personne dont les comptes sont certifiés.

3 LES OPÉRATIONS FINANCIÈRES ET LA QUALITÉ DE L'INFORMATION

En ce qui concerne la définition des réseaux, le Haut Conseil « n'est pas d'avis de définir dans un code de déontologie la notion de réseau dont les éléments constitutifs figurent dans la loi ». Pour sa part, l'AMF avait marqué son accord avec l'orientation proposée par la Compagnie nationale des commissaires aux comptes, fondant la définition du réseau sur le concept de « communauté d'intérêt économique significatif et durable ». Il convient de noter à ce sujet que le projet de révision de la 8^e directive européenne de droit des sociétés, relative au contrôle légal des comptes, comporte une définition des réseaux. Ce projet est actuellement en débat devant le Parlement européen. Son adoption attendue au cours de l'année 2005 aura nécessairement une incidence sur la définition des réseaux en France.

b) En matière de contrôle qualité

- Décision n° 1 concernant les orientations, le cadre, les modalités et le suivi de la campagne de contrôle 2003-2004 des commissaires aux comptes

Les orientations de la campagne de contrôle qualité des commissaires aux comptes avaient été définies en mai 2003 par la CNCC et les contrôles ont été effectués à partir de septembre 2003 en application de celles-ci. Par décision du 13 mai 2004, le Haut Conseil a donné son accord à la poursuite et à l'achèvement de la campagne de contrôle 2003-2004. Il a aussi décidé d'assurer le suivi de l'ensemble des contrôles périodiques et occasionnels effectués par la Compagnie au cours de la campagne 2003-2004 et il a, en conséquence, demandé à cette dernière de lui transmettre les résultats de ces contrôles.

Le Haut Conseil n'a pas rendu publics les résultats de ces contrôles.

- Décision n° 2 relative au cadre, aux orientations et aux modalités des contrôles périodiques de la campagne de contrôle 2004-2005 des commissaires aux comptes

Le Haut Conseil a décidé le 10 juin 2004 du cadre, des orientations et des modalités des contrôles périodiques applicables à la campagne 2004-2005. Il a demandé à la CNCC de lui soumettre les conditions selon lesquelles elle envisageait de mettre en œuvre les contrôles en application de cette décision.

Cette décision modifie sensiblement l'organisation du contrôle qualité des commissaires aux comptes, tel qu'il fonctionnait sous le régime juridique antérieur à la loi de sécurité financière :

- les différents niveaux de contrôle (examens régionaux et plurirégionaux, examen national) sont supprimés au profit d'un niveau unique, dénommé « Contrôle National de Qualité ». Le Haut Conseil demande de coordonner et d'homogénéiser au niveau national le contrôle qualité dans son ensemble ;
- le Haut Conseil demande à la Compagnie nationale de combiner le contrôle « horizontal⁽¹⁾ » et le contrôle « vertical⁽²⁾ » et de globaliser les deux approches.

En ce qui concerne plus précisément le contrôle qualité des commissaires aux comptes des personnes faisant appel public à l'épargne :

- le Comité d'examen national d'activité est supprimé. Une Commission qualité « entités d'intérêt public » est mise en place ;
- l'accord-cadre entre la Commission des opérations de bourse et la CNCC⁽³⁾ est déclaré caduc par le Haut Conseil.

L'effet le plus significatif de cette réforme est d'homogénéiser le contrôle qualité de la profession au niveau qui était celui du Comité d'examen national d'activité (CENA) sous le régime antérieur et n'a donc que peu d'incidence sur le contrôle de la qualité des audits des sociétés cotées.

c) En matière de diligences professionnelles

- Avis du 8 juin 2004, rendu au titre des bonnes pratiques professionnelles et relatif aux diligences du commissaire aux comptes en matière de communication financière durant la période de transition précédant l'application obligatoire des normes comptables internationales.

Avis technique de la CNCC portant sur la communication financière durant la période de transition vers les normes IFRS – Diligences du commissaire aux comptes au titre de l'exercice 2003.

Cet avis technique a été élaboré à la suite des recommandations de l'AMF encourageant les sociétés françaises concernées par le passage aux normes IAS/IFRS à l'échéance 2005 à une communication comptable et financière progressive pour les exercices

¹ Les contrôles « horizontaux » sont des contrôles de procédures de cabinet complétés par la vérification de l'application de ces procédures sur certains dossiers. Ces contrôles sont réalisés selon une périodicité prédéfinie.

² Les contrôles « verticaux » sont des contrôles de diligences spécifiques répondant aux orientations décidées par le Haut Conseil.

³ Accord de 1985, renouvelé en 1989, 1994 et en 2000.

clos en 2003, 2004 et 2005. Il est destiné à indiquer aux commissaires aux comptes les diligences qu'il leur appartient de mettre en œuvre, au titre de l'exercice 2003, dans le contexte de cette communication et à préciser l'incidence sur leur rapport des constats faits dans ce cadre. Il décrit le dispositif en quatre étapes, prévues par l'AMF pour la transition vers les normes IFRS, et précise les points suivants pour l'audit des comptes et la vérification du rapport de gestion de l'exercice 2003 :

- le commissaire aux comptes doit prendre connaissance de l'état de préparation de la société au changement de référentiel comptable. Il doit considérer les actions engagées ou prévues, afin d'identifier les difficultés et les risques qui nécessiteraient, le cas échéant, une information appropriée des personnes constituant le gouvernement d'entreprise ;
- il vérifie que les changements comptables opérés dans la perspective du changement de référentiel sont conformes à la réglementation comptable française ;
- il lit les informations narratives relatives à la transition figurant dans le rapport de gestion afin de relever, le cas échéant, les informations qui lui apparaîtraient manifestement incohérentes et il vérifie la sincérité et la concordance avec les comptes des éventuelles informations quantitatives sur les divergences entre les deux référentiels.

Avis rendu par le Haut Conseil du commissariat aux comptes

Bien que sa saisine ait été trop tardive pour que son avis porte spécifiquement sur les éléments devant figurer dans le rapport annuel 2003, le Haut Conseil a confirmé les options prises dans l'avis technique, au moyen d'un certain nombre de commentaires, dont la nécessité pour le commissaire aux comptes de signaler, le cas échéant, dans son rapport sur le rapport du Président relatif aux procédures de contrôle interne, le fait que les procédures mises en place par la société seraient insuffisantes pour permettre un passage aux normes comptables internationales dans des conditions satisfaisantes. Le Haut Conseil a également insisté sur la nécessaire vigilance dont doit faire preuve le commissaire aux comptes durant l'ensemble de la période de transition vers les IFRS.

- **Deux avis du 4 mars 2004**⁽¹⁾, rendus au titre des bonnes pratiques professionnelles concernent :
 - l'obligation faite au commissaire aux comptes d'une

- personne morale dont il est appelé à certifier les comptes, de « justifier de ses appréciations » ;
- le nouveau rapport établi par le commissaire aux comptes sur le rapport émis par le Président du Conseil d'administration ou du Conseil de surveillance relatif aux procédures de contrôle interne.

3 La contribution de l'AMF au contrôle de la profession

L'émergence d'un régulateur de la profession de commissaire aux comptes est un élément extrêmement favorable dans la démarche de consolidation de la confiance des investisseurs.

Toutefois, la loi confie également à l'AMF un rôle spécifique dans la surveillance de la profession, en particulier du fait qu'elle entretient une relation permanente avec les commissaires aux comptes des sociétés faisant appel public à l'épargne. Celle-ci se concrétise tout autant dans les droits et obligations du commissaire aux comptes au cours de son mandat, rappelés ci-dessus, que lors de l'intervention de ceux-ci dans la vérification des prospectus ou encore dans les enquêtes relatives à l'information financière des émetteurs ou dans les inspections des commissaires aux comptes prévues par l'article L. 821-8 du code de commerce.

En ce qui concerne ses relations avec les commissaires aux comptes, encadrées par l'article L. 621-22 du code monétaire et financier, l'AMF considère, s'appuyant en cela sur les travaux parlementaires de préparation de la loi de sécurité financière, que les commissaires aux comptes sont encouragés par le législateur à l'interroger pour toute question rencontrée dans l'exercice de leur mission et susceptible d'avoir un effet sur l'information financière d'une société cotée⁽²⁾. Une telle démarche positive adoptée par le commissaire aux comptes apparaît de nature à limiter sa responsabilité dans le cadre d'un examen *a posteriori* de ses diligences par l'AMF, lors d'une inspection ou d'une enquête.

En matière de contrôle périodique de la qualité des diligences, il apparaît tout à fait nécessaire d'appliquer la loi de sécurité financière dans sa lettre comme dans son esprit, c'est-à-dire en reconnaissant la contribution significative qu'a eue depuis 1985 la Commission des opérations de bourse au bon fonctionnement de l'examen national d'activité. Le nouvel accord qui doit

¹ Voir rapport annuel AMF 2003 page 98.

² Il en va ainsi, par exemple, des traitements comptables appelant des réserves de leur part.

3 LES OPÉRATIONS FINANCIÈRES ET LA QUALITÉ DE L'INFORMATION

être passé avec la CNCC pour organiser le concours légal de l'AMF au contrôle qualité des commissaires aux comptes intervenant auprès de personnes faisant appel public à l'épargne devra tenir compte de cet acquis.

Il convient également de noter que l'évolution de la législation européenne consolide la position du régulateur financier vis-à-vis des auditeurs puisque tant la directive 2003/71/CE concernant les prospectus, que la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence des émetteurs imposent que le régulateur financier puisse exiger des auditeurs qu'ils fournissent des informations et des documents.

Enfin, rappelons que la communication d'informations inexactes, imprécises ou trompeuses de la part d'un commissaire aux comptes, par l'intermédiaire de ses rapports, peut engager sa responsabilité au regard des règlements de l'AMF et éventuellement conduire à une décision de sanction ⁽¹⁾.

5 Le rapport de l'AMF sur les agences de notation

L'AMF a publié le 26 janvier 2005 son premier rapport sur les agences de notation financière ⁽²⁾, en application de la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003, qui a demandé à l'AMF de « publier chaque année un rapport sur le rôle des agences de notation, leurs règles déontologiques, la transparence de leurs méthodes et l'impact de leur activité sur les émetteurs et les marchés financiers » ⁽³⁾.

Animé par trois acteurs (Fitch, Moody's et Standard and Poor's), le marché de la notation financière a connu depuis la fin des années quatre-vingt-dix un développement important, qui est le résultat de la montée en puissance des émissions de titres de dette par les acteurs privés (entreprises non financières et sociétés financières) et des instruments de transfert du risque de crédit (titrisation, dérivés de crédit, etc.). Cette contribution de l'activité de titrisation au développement de la notation financière apparaît d'ailleurs largement dans la structure des revenus des trois agences, lesquels sont de plus en plus dépendants de cette activité.

Pour ce qui concerne les utilisateurs, le recours aux notations d'agence est largement répandu parmi les gestionnaires d'actifs financiers pour le compte de tiers. Plus précisément, une enquête menée auprès de sociétés de gestion montre que les notations sont considérées comme un élément conditionnant largement la définition des stratégies d'investissement en titres de dette des gérants d'OPCVM. De la même manière, une référence aux notations d'agence apparaît souvent au sein de contrats de financement bancaire, à travers l'existence de clauses contingentes. Ces dernières

peuvent stipuler une révision des termes du contrat de prêt (échancier, taux d'intérêt, etc.) en cas d'évolution de la notation du débiteur.

Certaines questions relatives au mode de fonctionnement des agences et aux relations qu'elles entretiennent avec les différents acteurs de la place sont posées dans le rapport :

- le principal risque susceptible d'altérer la qualité de la prestation réside dans le conflit d'intérêts potentiel découlant d'une configuration où ce sont les émetteurs (et non les investisseurs) qui rémunèrent les agences de notation pour leur service d'évaluation du risque de crédit ;
- l'activité de notation conduit les analystes des agences à posséder des informations confidentielles, c'est-à-dire des informations non communiquées au marché par les émetteurs. La gestion de ce type d'informations doit être considérée avec attention du point de vue à la fois de l'information équitable du marché et de la protection des intérêts des entreprises (non-divulgaration d'informations concernant les projets commerciaux, industriels, etc.) ;
- certaines agences offrent des services annexes, notamment des services d'évaluation de projets stratégiques. Ce type de services, qui consistent en l'estimation de l'évolution de la notation en cas de fusion, d'acquisition, etc., peut entrer en conflit avec le service de base d'évaluation du risque de crédit. Enfin, certaines agences pratiquent la notation non sollicitée. Cette pratique pose la question de la qualité de ce type de notation, qui se fonde parfois sur la seule information publique et sans collaboration de l'émetteur.

¹ Voir *infra* chapitre VI, décision de sanction du 18 novembre 2004 à l'encontre de Messieurs Jacques Point, Dominique Donval et Denis Emonard, présentée à la page 196 du présent rapport.

² Revue mensuelle de l'AMF, n° 11 de février 2005.

³ Article L. 544-4 du code monétaire et financier.

Pour l'ensemble de ces sujets, les agences ont mis en place des règles de bonne conduite internes dans le cadre d'un processus d'autorégulation. L'indépendance économique découlant d'une situation d'oligopole constitue par ailleurs un élément de résistance face aux pressions éventuelles que pourraient exercer les différents acteurs (émetteurs, investisseurs, etc.), et de ce fait un facteur de respect de ces règles internes. Toutefois, le rapport souligne le caractère hétérogène de ces règles et conclut que les trois agences devraient s'efforcer à une plus grande harmonisation. L'ensemble de ces éléments serviront à alimenter les débats européens et internationaux ouverts sur la question des agences de notation⁽⁴⁾.

⁴ Voir supra chapitre II pages 46-47.

4

CHAPITRE

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

130	1 Les principales évolutions réglementaires
144	2 Les prestataires de services d'investissement
150	3 Les OPCVM généraux
158	4 L'épargne salariale
160	5 Le capital investissement
162	6 Les sociétés civiles de placement immobilier
164	7 Les autres véhicules
166	8 Les infrastructures de marché

LES PRESTATAIRES DE SERVICES, LES PRODUITS D'ÉPARGNE ET LES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

L'Autorité des marchés financiers réglemente l'exercice des services d'investissement et le conseil en investissements financiers. Elle édicte les règles de bonne conduite des prestataires de services d'investissement et des conseillers en investissements financiers et en surveille la bonne application.

La loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 a simplifié la procédure d'agrément des prestataires de services d'investissement (PSI). L'AMF agrée les sociétés de gestion et approuve le programme d'activité des autres PSI lorsqu'ils exercent le service de gestion. L'exercice des autres services d'investissement est soumis à l'agrément du CECEI après avis de l'AMF.

Par ailleurs, l'AMF définit les principes d'organisation et de fonctionnement des marchés (entreprise de marché, règlement-livraison, dépositaire central, chambre de compensation).

Enfin, elle agrée la création des OPCVM et d'autres produits d'épargne collective qu'elle surveille pendant leur durée de vie, en vérifiant notamment la qualité de l'information diffusée.

Protéger les investisseurs tout en permettant à l'industrie des services financiers de se développer est le défi auquel est confrontée l'AMF. À cet égard, 2004 aura vu l'avancement ou l'aboutissement de réformes importantes, notamment dans le domaine de la gestion :

- le nouveau prospectus des OPCVM, entré progressivement en vigueur entre 2004 et début 2006, devrait améliorer l'information des porteurs grâce à sa structure prospectus simplifié/note détaillée ;
- la définition des règles applicables aux OPCVM à règles d'investissement allégées et aux OPCVM contractuels qui a trouvé un équilibre entre souplesse du cadre juridique et commercialisation restreinte à des personnes suffisamment averties ;
- la définition de la notion de dirigeants, les conditions d'exercice de droits de vote attachés aux titres figurant à l'actif des OPCVM et les obligations en matière de lutte contre le blanchiment ont été précisées en cours d'année.

Cette amélioration permanente du cadre réglementaire accompagne le dynamisme de l'industrie de la gestion française illustré à nouveau en 2004 par une très forte croissance :

- les encours bruts des OPCVM⁽¹⁾ ont augmenté de 10,7 % à 1 006,5 milliards d'euros ;
- le nombre des OPCVM à vocation générale a atteint 7 908 ;
- le nombre de sociétés de gestion est quasi stable à 501 unités, avec toutefois un nombre record en 2004 de créations, de transformations et de retraits d'agrément, témoins des restructurations nombreuses que connaît l'industrie de la gestion d'actifs.

¹ Y compris les OPCVM nourriciers.

4 LES PRESTATAIRES DE SERVICES, LES PRODUITS D'ÉPARGNE ET LES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

		2000	2001	2002	2003	2004
LES DÉCISIONS DE L'AMF						
Sociétés de gestion / OPCVM	Agréments de société de gestion dont :	62	59	36	33	68
	Sociétés de gestion de portefeuille	58	56	33	30	68
	Sociétés de gestion d'OPCVM	4	3	3	3	0
	Usage du passeport européen dans un autre État de l'Espace économique européen dont :					48
	- libre établissement					1
	- libre prestation de services					47
	Usage du passeport européen en France dont :					15
	- libre établissement					0
	- libre prestation de services					15
	Agréments d'OPCVM dont :	1 267	1 354	1 204	1 033	937
	SICAV	112	44	27	28	13
	FCP à vocation générale	843	967	826	697	689
	FCPR	54	35	37	34	51
	FCPE	255	303	312	272	174
	FCIMT	3	5	2	2	10
OPCVM à procédure allégée déclarés	261	213	189	177	149	
Nombre d'agréments de transformation d'OPCVM	2 104	1 797	2 586	3 792	6 745	
Nombre d'autorisations pour les OPCVM européens*	609	503**	461	402	254	
Autres véhicules d'investissement	Nombre de visas de FCC & compartiments	4	8	7	6	6
	Nombre de visas de SCPI dont :	14	12	10	45	31
	- ouvertures au public	2	1	1	2	8
	- augmentations de capital	4	-	0	0	10
	- changements de prix, mises à jour de notes d'information	8	11	9	43	13
	Nombre de visas de SOFICA dont :	8	9	6	10	18
	- constitutions	5	6	4	10	11
	- augmentations de capital	3	3	2	0	7
	Nombre de visas de SOFIPÊCHE dont :	8	7	4	4	8
	- constitutions	7	7	4	4	8
- augmentations de capital	1	-	0	0	0	

* ou compartiments

** chiffres modifiés

Source : AMF

		2004
LES DÉCISIONS DE L'AMF		
Autres prestataires de services d'investissement	Approbation de programmes d'activité gestion	2
	Refus d'approbation de programmes d'activité	0
	Avis de programmes d'activité dont :	32
	Service de tenue de compte-conservation	11
	Services d'investissement autres que la gestion	21
	Usage du passeport européen dans un autre État de l'Espace économique européen	
	Libre établissement	7
	Libre prestation de services	142
	Usage du passeport européen en France	
	Libre établissement	7
Libre prestation de services	112	

Source : AMF

1 Les principales évolutions réglementaires

A Les évolutions relatives aux sociétés de gestion

1 Les incidences de la directive OPCVM sur les sociétés de gestion

Depuis le 13 février 2004, date de transposition de la directive 2001/107/CE du 21 janvier 2002 modifiant la directive 85/611/CEE (directive OPCVM), les sociétés de gestion de portefeuille peuvent, sous certaines conditions, commercialiser au sein de l'Espace économique européen des OPCVM conformes à la directive 85/611/CEE, possibilité qui n'était auparavant offerte qu'aux sociétés de gestion ayant pour objet exclusif la gestion d'OPCVM.

En conséquence, les sociétés de gestion de portefeuille peuvent désormais exercer des activités de gestion sous mandat et des activités de gestion d'OPCVM, que ceux-ci soient conformes ou non à la directive susmentionnée et bénéficier d'un passeport européen.

Les sociétés de gestion de portefeuille, ainsi que les sociétés de gestion d'OPCVM ont donc eu à choisir de se placer soit sous le régime de la directive OPCVM, soit sous le régime de la directive sur les services d'investissement. Au sein d'un statut unifié de société de gestion de portefeuille, deux types de sociétés de gestion doivent ainsi désormais être distingués.

Quel que soit leur choix, les sociétés de gestion ont été soumises à de nouvelles obligations, la principale consistant en un renforcement des fonds propres réglementaires.

Le type 1 correspond aux sociétés qui se placent sous le régime de la directive OPCVM

Elles présentent les caractéristiques suivantes :

- Activités nécessaires

Ces sociétés de gestion de portefeuille gèrent en permanence au moins un OPCVM conforme à la directive OPCVM. Afin de permettre aux sociétés de gestion de se réorganiser, cette exigence n'est cependant applicable qu'à compter du 30 septembre 2005.

- Activités possibles

Elles sont définies par l'article 5 de la directive et sont précisées par son annexe 2⁽¹⁾. Elles incluent notamment la gestion d'OPCVM non coordonnés et l'exercice d'une activité de gestion sous mandat ou de conseil.

- Activités exclues

Ces sociétés de gestion ne peuvent pas exercer le service d'investissement de réception-transmission d'ordres pour le compte de tiers, étant précisé que la réception d'ordres de souscriptions/rachats de parts ou d'actions d'OPCVM ne constitue pas une activité de réception-transmission d'ordres.

- Passeport européen

Les sociétés de gestion de type 1 peuvent demander le passeport prévu par la directive OPCVM. Les activités pouvant bénéficier d'un passeport au titre de la libre prestation de services ou du libre établissement sont :

- la gestion sous mandat ;
- le conseil en investissements ;
- la commercialisation d'OPCVM.

Le type 2 correspond aux sociétés qui se placent sous le régime de la directive sur les services d'investissement

Elles présentent les caractéristiques suivantes :

- Activités exclues

Ces sociétés de gestion ne peuvent pas gérer d'OPCVM conformes à la directive OPCVM. Elles ne peuvent plus recevoir une délégation globale d'une SICAV coordonnée. Ces sociétés peuvent, en revanche, gérer financièrement, par délégation, un OPCVM (conforme ou non à la directive OPCVM) dont elles ne sont pas la société de gestion en titre.

- Passeport européen

Les sociétés de gestion de type 2 peuvent bénéficier du passeport prévu par la directive sur les services d'investissement. Les activités pouvant bénéficier d'un passeport au titre de la libre prestation de services ou du libre établissement sont :

- la gestion sous mandat ;
- le conseil en investissements ;
- la réception-transmission d'ordres.

¹ Fonctions incluses dans l'activité de gestion collective de portefeuille en France :
 - gestion de portefeuille ;
 - administration (services juridiques et de gestion comptable du fonds, renseignement des clients, évaluation du portefeuille

et détermination de la valeur des parts (y compris les aspects fiscaux), contrôle du respect des dispositions réglementaires, tenue du registre des porteurs de parts, émissions et rachats de parts, dénouement des contrats) ;
 - commercialisation.

4 LES PRESTATAIRES DE SERVICES, LES PRODUITS D'ÉPARGNE ET LES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

Par conséquent :

- certaines activités ne peuvent être exercées que sous un seul statut ;
- les autres activités qui peuvent être effectuées par la société de gestion sont différentes d'une directive à l'autre, chacune comportant une liste exhaustive de services connexes ;
- les sociétés de gestion qui ne gèrent pas d'OPCVM coordonnés ou/et qui offrent uniquement une gestion individuelle sous mandat ne peuvent opter que pour un passeport, celui prévu par la directive sur les services d'investissement.

Option des sociétés de gestion existantes ⁽¹⁾ :

Le tableau ci-après présente de manière schématique les options offertes aux cas les plus fréquents :

	OPTIONS	CONTRAINTES	POSSIBILITÉS NOUVELLES
NATURE DES ACTIVITÉS EXERCÉES			
Gestion d'OPCVM coordonnés et non coordonnés	Type 1 obligatoire	Réception-transmission d'ordres interdite	Gestion sous mandat Conseil en investissement
Gestion d'OPCVM non coordonnés et gestion sous mandat	Type 1 à condition de gérer au moins un OPCVM coordonné à partir du 30 septembre 2005	Réception-transmission d'ordres interdite Activités accessoires restreintes au conseil en investissement	Gestion d'OPCVM coordonnés
Activités accessoires (conseil en investissement, etc.)	Type 2	Inchangées*	Aucune
Uniquement gestion sous mandat et/ou gestion conseillée et activités accessoires associées	Type 2	Inchangées*	Aucune
Uniquement capital investissement et activités accessoires associées	Type 2	Inchangées*	Aucune
Uniquement épargne salariale et activités accessoires associées	Type 2	Inchangées*	Aucune

* Sous réserve des dispositions relatives au capital social et au niveau des fonds propres.

Source : AMF

Ces dispositions ont été transposées en droit français :

- par la loi de sécurité financière qui a assimilé les sociétés de gestion d'OPCVM aux sociétés de gestion de portefeuille et a regroupé sous un statut unique l'ensemble des sociétés de gestion gérant des OPCVM, des fonds d'investissement ou des mandats ⁽²⁾.
- par le règlement général de l'AMF qui a :
 - modifié les exigences en matière de capital social et de fonds propres réglementaires minimum. Une distinction est introduite entre le capital social et les fonds propres. En effet, le capital social minimum

d'une société de gestion est porté de 50 000 euros à 125 000 euros, et le montant minimum de fonds propres est désormais fonction de l'encours des organismes de placement collectif gérés par la société de gestion ⁽³⁾ ;

- défini les activités accessoires pouvant être exercées par une société de gestion de portefeuille en distinguant les sociétés de gestion gérant au moins un OPCVM coordonné des autres sociétés de gestion et créé, ce faisant, deux types de sociétés de gestion. Pour toutes les sociétés de gestion, les règles antérieures restent applicables : exercice à titre principal d'une activité de gestion de portefeuille

¹ Article 417-1 du règlement général de l'AMF.

² Article 68 II de la loi de sécurité financière.

³ Lorsque la société de gestion gère moins de 250 millions d'euros, ce montant est égal au plus élevé des deux montants suivants : 125 000 euros ou le quart des frais généraux. Lorsqu'elle gère plus de 250 millions

d'euros, il est égal au plus élevé de 125 000 euros majoré de 0,02 % de la part des OPC gérés supérieure à 250 millions d'euros et du quart des frais généraux. Il est cependant plafonné à 10 millions d'euros.

pour compte de tiers, exercice d'activités accessoires dès lors que ces dernières ne placent pas la société de gestion en situation de conflit d'intérêts ;

- supprimé la possibilité d'avoir des sociétés de gestion « coquille », c'est-à-dire dépourvues de moyens propres ;
- clarifié les dispositions applicables s'agissant des dirigeants et des personnes déterminant l'orientation de la société de gestion de portefeuille.

2 La notion de dirigeant

Selon les dispositions du 4 et du 5 de l'article L. 532-9 du code monétaire et financier, une société de gestion de portefeuille « est dirigée effectivement par des personnes possédant l'honorabilité et la compétence nécessaires ainsi que l'expérience adéquate à leur fonction » et « voit son orientation déterminée par deux personnes au moins ».

En 2003, la COB⁽¹⁾ avait considéré que la condition de « direction effective » était remplie dès lors que les sociétés de gestion de portefeuille étaient dirigées par au moins deux dirigeants sociaux.

Les associations professionnelles ayant fait part au régulateur des difficultés rencontrées dans l'application de cette exigence, l'AMF a adapté son règlement général afin d'assouplir les obligations incombant aux sociétés de gestion. Désormais, toute société de gestion doit être dirigée et voir son orientation déterminée par les personnes suivantes :

Premier dirigeant :

- un mandataire social habilité à représenter la société dans ses rapports avec les tiers, par exemple un directeur général, un directeur général délégué, le gérant ;

Second dirigeant :

- un autre mandataire social habilité à représenter la société dans ses rapports avec les tiers, ou
 - le président du conseil d'administration, ou
 - une personne spécialement habilitée par les organes sociaux collégiaux, ou le cas échéant les statuts,

pour diriger la société et déterminer l'orientation de son activité, ce qui comprend notamment le contrôle de l'information comptable et financière et celui du niveau des fonds propres réglementaires requis.

L'article 322-14 du règlement général de l'AMF posant par ailleurs le principe de la permanence de collaborateurs ayant les compétences adaptées aux activités exercées par les sociétés de gestion de portefeuille, il en résulte que l'un des dirigeants doit être présent à temps plein dans la société. Cette obligation n'est toutefois pas applicable dans les sociétés de gestion « mère » et « fille » lorsque cette dernière est détenue de manière directe à plus de 90 %, ceci afin de permettre aux deux dirigeants de la société « mère » d'exercer également les fonctions de direction et de détermination de l'orientation de la société au sein de la filiale.

3 Les événements donnant lieu à saisine de l'AMF

Depuis la loi de modernisation des activités financières de juillet 1996 et ses textes d'application, les sociétés de gestion ont l'obligation d'adresser à l'AMF trois types d'information :

- les modifications portant sur les éléments caractéristiques figurant dans le dossier d'agrément initial⁽²⁾ ; ceci concerne notamment l'actionnariat direct ou indirect, la direction, l'organisation et le contrôle. L'AMF fait connaître au déclarant, par écrit, les conséquences éventuelles de ces modifications sur son agrément ;
- dans les six mois suivant la clôture de leur exercice, une copie du bilan, du compte de résultat et de ses annexes, du rapport annuel de gestion et de ses annexes, des rapports général et spécial du contrôleur légal⁽³⁾ ainsi que, le cas échéant, les comptes consolidés ;
- dans les quatre mois suivant la clôture de l'exercice, les informations figurant sur la fiche de renseignements annuelle définie à l'annexe 4 de l'instruction COB du 17 décembre 1996.

Les sociétés de gestion de portefeuille sollicitant régulièrement l'AMF sur ces points, il est apparu utile en

¹ Bulletin mensuel COB, n° 382 de septembre 2003.

² Conformément aux dispositions de l'article 5 du décret n° 96-880 et de l'article 322-22 du règlement général de l'AMF.

³ Conformément aux dispositions de l'article 322-72 du règlement général de l'AMF.

4 LES PRESTATAIRES DE SERVICES, LES PRODUITS D'ÉPARGNE ET LES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

2004 de préciser, par un tableau, les cas dans lesquels le régulateur doit donner une autorisation préalable et ceux nécessitant une information immédiate.

Le tableau des modifications relatives aux sociétés de gestion de portefeuille s'articule ainsi autour de quatre sujets principaux :

- le périmètre d'activité : dès lors qu'une société de gestion souhaite étendre le périmètre de ses activités au-delà du programme d'activité correspondant à son agrément initial, elle doit adresser à l'AMF, pour agrément préalable, une mise à jour de son programme d'activité ;
- les caractéristiques : dès lors qu'une société de gestion modifie son organisation (changement de dirigeants, de dénomination, mise en place de délégation financière, etc.), elle doit informer immédiatement l'AMF de ces évolutions. Néanmoins, dans un certain nombre de cas particuliers (modification des statuts, changement de contrôle ou opérations de fusion, d'absorption ou de restructuration), la société de gestion doit obtenir une autorisation préalable de l'AMF ;
- les moyens humains et techniques : dès lors que des changements sont intervenus au sein d'une société de gestion (gérants, déontologue, contrôleur interne, etc.), celle-ci doit en informer immédiatement l'AMF ;
- les informations périodiques à envoyer à l'AMF : il s'agit des comptes annuels et de la fiche de renseignements annuelle de la société de gestion.

Ce tableau ⁽¹⁾ constitue un outil de travail dont le suivi a été contrôlé systématiquement en 2004. Il n'interdit pas, si nécessaire, des demandes complémentaires du régulateur.

4 L'exercice des droits de vote par les sociétés de gestion

En modifiant l'article L. 533-4 du code monétaire et financier, la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 a rappelé que les sociétés de gestion de portefeuille exercent « les droits attachés aux titres détenus par les organismes de placement collectif en valeurs mobilières qu'elles gèrent, dans l'intérêt exclusif des actionnaires

ou des porteurs de parts de ces organismes de placement collectif en valeurs mobilières » et a confié à l'AMF le soin de définir les conditions dans lesquelles les sociétés de gestion rendent compte « de leurs pratiques en matière d'exercice des droits de vote ».

Les dispositions du règlement général de l'AMF relatives à l'exercice par les sociétés de gestion des droits de vote attachés aux titres figurant à l'actif des OPCVM s'articulent autour des exigences suivantes :

- élaboration par la société de gestion d'un document intitulé « politique de vote ⁽²⁾ », précisant les règles et les stratégies de vote que la société de gestion s'est fixées, ainsi que l'organisation interne de la société de gestion en la matière. Ce document doit être mis à jour régulièrement et tenu à la disposition du public, sur le site Internet de la société de gestion et au siège social de celle-ci. Il doit être rédigé au plus tard le 31 mars 2005 ;
- publication d'un compte rendu annuel ⁽³⁾, annexé le cas échéant au rapport de gestion du conseil d'administration ou du directoire ⁽⁴⁾ ; le document fournit des indicateurs quantitatifs élaborés par la société de gestion sur l'exercice effectif des droits de vote et le compte rendu des situations de conflits d'intérêts. Il doit être disponible au plus tard lors du premier exercice clos après le 1^{er} décembre 2005 ;
- enregistrement permanent et détaillé des modalités d'exercice des droits de vote permettant de rendre compte au régulateur des votes émis et des raisons pour lesquelles la société de gestion a voté dans un sens donné ou n'a pas pris part au vote. Afin de ne pas accroître les coûts, l'information est tenue à la disposition des porteurs de parts ou actionnaires des OPCVM au siège social de la société de gestion et sur son site Internet ⁽⁵⁾ ;
- rédaction de procédures internes, insérées dans le document « politique de vote », permettant de détecter et gérer les situations éventuelles de conflits d'intérêts et rédaction d'un compte rendu spécifique dans le rapport qui sera, le cas échéant, annexé au rapport de gestion du conseil d'administration ou du directoire, sur la manière dont ces conflits ont été traités ⁽⁶⁾.

Conscient que la question de l'exercice des droits de

¹ Disponible sur le site Internet de l'AMF.

² Article 322-75 du règlement général.

³ Article 322-76 du règlement général.

⁴ Les sociétés de gestion peuvent prendre différentes formes sociales. Dans certains cas, elles ne sont pas obligées de rédiger

un rapport annuel. Le règlement général permet aux sociétés de gestion qui doivent rédiger un rapport annuel d'utiliser ce rapport et, pour les autres, les oblige à rédiger un rapport ad hoc.

⁵ Article 322-77 du règlement général.

⁶ Article 322-75 du règlement général.

vote s'inscrit dans un débat plus large que celui de la gestion d'actifs ou de la tenue de compte-conservation, l'AMF a décidé en novembre 2004 de mettre en place un groupe de travail rassemblant des représentants de l'ensemble des acteurs concernés (émetteurs, investisseurs, teneurs de compte-conservateurs, *proxy voting providers*)⁽¹⁾.

Présidé par Yves Mansion, membre du collège de l'AMF, ce groupe de travail⁽²⁾ a pour objectif de faire le point sur les contraintes opérationnelles pesant sur l'exercice des droits de vote et d'étudier les moyens de développement d'un mode de gestion des droits de vote compétitif au niveau européen. Ce sujet constitue d'ailleurs l'une des préoccupations de la Commission européenne qui a lancé, le 16 septembre 2004, une consultation publique sur les moyens de faciliter l'exercice des droits de vote des actionnaires dans les assemblées générales des sociétés.

5 La lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme

En adoptant les nouvelles dispositions des articles 322-51 et suivants de son règlement général, l'AMF a précisé les modalités d'application des dispositions du titre VI du livre V du code monétaire et financier et du décret n° 91-160 du 13 février 1991, relatives aux obligations des sociétés de gestion de portefeuille en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme.

Les règles nouvelles précisent ainsi que les sociétés de gestion de portefeuille doivent mettre en place une organisation et des procédures permettant notamment :

- d'identifier et de vérifier l'identité de l'investisseur avant l'établissement de la relation. Ces diligences sont adaptées lorsqu'il s'agit de souscriptions ou de rachats de parts ou d'actions d'OPCVM ;
- de vérifier si l'opération est réalisée dans des conditions habituelles de complexité, si elle est justifiée économiquement et si son objet peut être considéré comme licite ;
- de contrôler l'application, par ses succursales ou ses filiales situées à l'étranger, des obligations en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux ;

- d'élaborer une procédure de recrutement du personnel et de lui assurer une formation continue qui tienne compte des exigences résultant de la réglementation en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme ;

- de conserver une trace écrite des mesures de vigilance mises en œuvre ;

- d'effectuer, le cas échéant, des déclarations de soupçon à TRACFIN.

Ces nouvelles dispositions s'appliquent à toutes les activités des sociétés de gestion de portefeuille.

Il convient de souligner par ailleurs que les obligations d'identification du porteur ou de l'actionnaire de l'OPCVM ainsi que les obligations de vérification de l'opération diffèrent selon la nature de l'opération, le mode de commercialisation et la situation juridique de l'investisseur.

B Les évolutions relatives aux OPCVM

1 Le prospectus des OPCVM

a) La mise en place

Les travaux de transposition de la directive 2001/107/CE (modifiant la directive OPCVM) ont conduit à l'adoption d'un nouveau format d'information des investisseurs. Ce nouveau document, qui se substitue aux deux documents précédents (notice d'information, d'une part et règlement ou statuts, d'autre part), est dénommé prospectus. Il est composé principalement d'un prospectus simplifié et d'une note détaillée.

Le prospectus simplifié, directement inspiré de la notice d'information, a une vocation pédagogique : synthétique, facile d'accès pour l'ensemble des investisseurs, il est obligatoirement remis préalablement à la souscription et peut être utilisé comme support de commercialisation.

La note détaillée, quant à elle, fixe l'ensemble des règles de fonctionnement de l'OPCVM. Exhaustive et précise, elle est plutôt utilisée par les investisseurs avertis et les professionnels de la gestion.

¹ Sociétés qui offrent aux actionnaires une prestation de diffusion des informations et de la documentation nécessaires pour voter aux assemblées générales.

² Communiqué de presse du 2 février 2005.

³ Commission européenne, direction générale du marché intérieur, MARKT/16.09.2004 « Élaboration d'un régime approprié encadrant les droits des actionnaires ».

4 LES PRESTATAIRES DE SERVICES, LES PRODUITS D'ÉPARGNE ET LES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

Depuis mai 2004, tout nouvel OPCVM agréé doit désormais disposer d'un prospectus.

Pour faciliter l'élaboration de ces nouveaux documents, l'AMF a mis en œuvre différentes actions parmi lesquelles :

- la publication d'une série de questions/réponses⁽¹⁾ permettant aux professionnels de mieux appréhender les différentes rubriques du prospectus ;
- une adaptation du mode d'instruction des dossiers d'OPCVM privilégiant les échanges par voie électronique et la formalisation des remarques par écrit directement dans les documents communiqués par les sociétés de gestion, afin de rendre les échanges plus fluides.

Ces différents ajustements ont permis une transition sans heurt des OPCVM vers le nouveau prospectus, sans allonger les délais d'instruction des dossiers.

b) Le basculement

L'adoption par l'ensemble des OPCVM à vocation générale du format prospectus devait initialement être réalisée avant le 30 juin 2005. Cette obligation s'imposait avant cette date en cas de modification soumise à agrément à compter du 1^{er} janvier 2005. Un consensus entre les principaux régulateurs européens et la volonté de permettre aux sociétés de gestion de s'organiser dans les meilleures conditions ont conduit l'AMF à :

- allonger le délai de basculement pour les OPCVM conformes à la directive OPCVM au 30 septembre 2005 ;
- repousser ce délai au 30 avril 2006 pour les autres OPCVM ;
- organiser cette transition en simplifiant et normalisant les échanges d'informations entre l'AMF et les sociétés de gestion ;
- mettre en place une procédure permettant d'effectuer ce basculement en partie sous forme déclarative pour certaines catégories d'OPCVM et certaines catégories de sociétés de gestion.

Le nouveau calendrier et cette nouvelle organisation permettent de donner un cadre systématique à la transition au prospectus, selon des procédures normalisées mettant l'accent sur la responsabilisation des acteurs.

2 Les pratiques de *market timing* et *late trading*

En juillet 2004, l'AMF a publié ses recommandations⁽²⁾ pour la prévention des pratiques de *market timing* et de *late trading* dans les OPCVM⁽³⁾.

Il est rappelé qu'on entend par *market timing* l'opération d'arbitrage consistant à tirer profit d'un écart entre la valeur comptable d'un fonds et sa valeur de marché : une telle opération est répréhensible dès lors qu'elle porte atteinte à l'égalité de traitement des porteurs de parts de FCP ou actionnaires de SICAV. On entend par *late trading* l'opération de souscription-rachat résultant d'un ordre transmis au-delà de l'heure limite mentionnée dans le prospectus : une telle opération est proscrite.

Ces recommandations, élaborées en concertation avec la profession et tenant compte des meilleures pratiques relevées sur la Place, portaient notamment sur :

- la responsabilité des sociétés de gestion dans la prévention de telles pratiques et la nécessité pour ces dernières de se doter des procédures et moyens adaptés à leur prévention et à leur détection ;
- la définition de l'heure ultime de souscription-rachat, heure de réception des ordres chez le centralisateur, et son contrôle par la société de gestion ;
- les modalités d'établissement de la valeur liquidative des OPCVM actions et obligations afin de garantir des souscriptions-rachats à cours inconnu ;
- les conditions de transmission à certains porteurs de parts ou actionnaires d'informations sur la composition du portefeuille de l'OPCVM pouvant faciliter des opérations de *market timing* et *late trading*.

Au vu de l'analyse des mesures adoptées par les différents prestataires en application de ces recommandations et des travaux menés au plan européen et international, l'AMF pourra intégrer en 2005 certaines de ces dispositions dans son règlement général.

¹ Publication sur le site Internet de l'AMF d'une « Foire Aux Questions » le 23 avril 2004.

² Revue mensuelle AMF, n° 5 de juillet-août 2004.

³ Voir supra Chapitre II page 71 et infra page 176, Chapitre V.

3 Les rétrocessions des frais de gestion à des OPCVM

Les modifications apportées fin 2003 aux règlements COB n° 96-03 et n° 89-02 avaient notamment clarifié les conditions dans lesquelles, lorsqu'un fonds de tête investit dans un fonds cible ⁽¹⁾, ce dernier peut rétrocéder à un tiers une quote-part des frais de souscription/rachat et des frais de gestion. Elles avaient posé le principe que ces rétrocessions devaient bénéficier au fonds de tête mais que, pour des raisons pratiques et sous certaines conditions, les flux financiers correspondants pouvaient transiter par la société de gestion.

Ces dispositions ont été reprises aux articles 322-43, 411-43 et 411-46 du règlement général. À cette occasion, leur rédaction a été modifiée afin de clarifier le fait que sont visées non seulement les rétrocessions versées à la société de gestion, mais également les rétrocessions versées à des tiers, dès lors que ces dernières sont liées à l'investissement du fonds de tête dans le fonds cible. Les modalités d'entrée en vigueur ont été aménagées et s'échelonnent du 1^{er} janvier 2005 au 30 juin 2005.

L'AMF a précisé les schémas de flux financiers compatibles avec ces dispositions ainsi que les modalités d'information des souscripteurs sur ces éléments ⁽²⁾.

S'agissant des schémas de flux financiers, elle a notamment précisé :

- que les rétrocessions de frais de gestion attendues devaient être provisionnées à chaque valeur liquidative ;
- que les rétrocessions de frais de gestion perçues devaient être affectées au fonds de tête mais pouvaient transiter par la société de gestion et venir en déduction de la commission de gestion prélevée par cette dernière ;
- que l'affectation des rétrocessions au fonds de tête ne pouvait pas se faire sous forme d'aller-retour de ces rétrocessions entre la société de gestion et le fonds de tête au moment du versement des frais de gestion à cette dernière.

S'agissant de l'information des souscripteurs, l'AMF a notamment précisé que les modifications induites par ces nouvelles dispositions n'étaient pas soumises aux règles applicables aux augmentations de frais de gestion dès lors que la rémunération totale de la société de gestion (frais de gestion et rétrocessions perçues jusqu'alors) était inchangée.

4 Les OPCVM à règles d'investissement allégées

La loi de sécurité financière a créé deux nouveaux produits, les organismes de placements collectifs contractuels et les OPCVM agréés à règles d'investissement allégées (ARIA) ⁽³⁾, répondant ainsi à la demande des professionnels de disposer d'outils dérogeant aux règles de droit commun et destinés aux investisseurs avertis.

La souplesse des OPCVM ARIA réside dans l'existence de règles de composition de l'actif dérogatoires et progressives ⁽⁴⁾ permettant la mise en œuvre de stratégies plus risquées. Ces règles spécifiques ont été précisées au sein du chapitre VI du décret n° 89-623 modifié en novembre 2003. La publication du règlement général de l'AMF en novembre 2004 a permis de finaliser ce dispositif, en définissant les conditions d'accès des investisseurs non qualifiés à ces nouveaux OPCVM, ainsi que des modalités de fonctionnement spécifiques. Les premiers OPCVM ARIA ont été agréés en décembre 2004.

Les règles particulières d'investissement des OPCVM ARIA distinguent trois cas de figure :

- les OPCVM de fonds alternatifs qui sont des OPCVM investissant dans d'autres fonds alternatifs, avec un minimum de 16 fonds sous-jacents ;
- les OPCVM ARIA sans effet de levier dont les dérogations portent essentiellement sur les ratios de dispersion des risques et d'emprise ;
- les OPCVM ARIA avec effet de levier, qui bénéficient de la possibilité de mettre en œuvre un effet de levier trois fois plus important que les autres OPCVM agréés.

Concernant les modalités d'accès, les OPCVM de fonds alternatifs sont soumis à des règles moins strictes que les OPCVM ARIA avec ou sans effet de levier, plus risqués. Outre les investisseurs qualifiés au sens du

¹ Par convention, le terme fonds cible désigne ici un fonds dans lequel investit un autre fonds. Le terme fonds de tête désigne cet autre fonds.

² Revue mensuelle AMF, n° 9 de décembre 2004.

³ Articles L. 214-35 et L. 214-35-2 du code monétaire et financier.

⁴ L'article L. 214-35 du code monétaire et financier précise que les conditions et limites dans lesquelles un OPCVM ARIA peut

déroger aux dispositions communes aux OPCVM fixées à l'article L. 214-4 dudit code sont fixées par décret en Conseil d'État.

4 LES PRESTATAIRES DE SERVICES, LES PRODUITS D'ÉPARGNE ET LES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

décret du 1^{er} octobre 1998, tout autre investisseur initiant une démarche volontaire peut investir dans un OPCVM ARIA, s'il respecte une condition de seuil d'investissement minimum :

- ce seuil est fixé à 10 000 euros :
 - pour les OPCVM de fonds alternatifs non garantis en capital (il n'y a aucun seuil s'ils sont garantis) ;
 - pour les OPCVM ARIA avec ou sans effet de levier lorsque l'investisseur déclare :
 - soit détenir un patrimoine financier minimum d'un million d'euros. Ce patrimoine financier comprend les dépôts bancaires, les instruments financiers mais également les produits d'assurance-vie,
 - soit avoir occupé pendant au moins un an dans le secteur financier une position professionnelle requérant une connaissance des stratégies de gestion utilisées par les OPCVM qu'il envisage de souscrire ;
- ce seuil est fixé à 125 000 euros pour les OPCVM ARIA avec ou sans effet de levier pour tous les autres investisseurs.

Ces conditions d'accès ne concernent que les modalités d'accès à des OPCVM commercialisés en France : si ces OPCVM sont vendus à l'étranger, l'autorité de tutelle du pays d'accueil définit les conditions d'accès et de commercialisation des OPCVM français sur son territoire et vis-à-vis de ses ressortissants.

S'agissant des modalités de fonctionnement spécifiques des OPCVM ARIA, le règlement général de l'AMF a prévu :

- un allongement de la périodicité de valorisation de ces fonds à un mois, contre une périodicité bimensuelle pour les OPCVM agréés tous souscripteurs ;
- un assouplissement des modalités de souscription/rachat, en prévoyant explicitement la possibilité d'instaurer un délai entre la date de passation d'un ordre de rachat ou de souscription et la date de calcul de la valeur liquidative sur laquelle l'ordre est exécuté.

Ainsi, deux types de préavis sont possibles pour ces OPCVM ARIA :

- un préavis « incitatif » dont le non-respect entraîne l'application de commissions de souscriptions/rachats plus importantes que si le préavis est respecté : il s'agit ici d'une possibilité déjà mise en œuvre par les OPCVM de droit français. Le principe de ce préavis implique donc une possibilité d'entrée et de sortie à tout moment sur la prochaine valeur liquidative permettant les souscriptions/rachats, moyennant paiement d'une commission qui peut être importante ;
- un préavis « impératif » qui s'applique obligatoirement, permettant de bloquer les ordres transmis entre la date de passation de l'ordre et la date de calcul de la valeur liquidative.

Enfin, l'engagement des OPCVM ARIA à effet de levier peut atteindre jusqu'à trois fois leur actif⁽¹⁾. Du fait de l'importance de l'effet de levier, les décisions prises par la société de gestion auront des conséquences financières multipliées pour les porteurs de parts et actionnaires de ces OPCVM. La création d'un OPCVM ARIA avec effet de levier est donc soumise à l'approbation préalable d'un programme d'activité spécifique⁽²⁾ visant à s'assurer que la société de gestion a mis en place les procédures, les moyens humains et techniques nécessaires pour suivre l'engagement et l'effet de levier de ces OPCVM.

5 Les OPCVM contractuels

La souplesse des OPCVM contractuels réside dans la suppression ou la réduction des contraintes liées :

- aux règles de gestion : leur politique d'engagement et d'investissement est totalement libre⁽³⁾, ils peuvent investir dans tous les types d'instruments financiers et dans les dépôts bancaires ;
- à leur gestion administrative : la création et la transformation d'un OPCVM contractuel ne sont pas soumises à l'agrément de l'AMF. Ces OPCVM peuvent donc également être utilisés dans le cadre d'une gestion classique ou complexe, vis-à-vis d'investisseurs avertis capables de négocier la définition des ratios d'investissement avec la société de gestion.

Leur périodicité de valorisation minimale est trimestrielle et leur gestion est réservée aux sociétés de gestion dotées d'un programme d'activité spécifique⁽⁴⁾. S'agissant des OPCVM contractuels, le programme d'activité décrit les modalités d'organisation de la société de gestion, pour le suivi des règles d'investissement et

¹ Article 14-4, II du décret n° 89-623 : « par dérogation aux articles 4-5 et 4-9, l'engagement d'un OPCVM relevant de la présente section qui résulte de contrats constituant des instruments financiers à

terme, des opérations de cession ou d'acquisition temporaire de titres, d'emprunts d'espèces peut atteindre trois fois son actif. »

² Article 14-3 du décret n° 89-623.

³ L'article L. 214-35-2 du code monétaire et financier précise les règles d'investissement de ces OPCVM contractuels.

⁴ Article L. 214-35-6 du code monétaire et financier.

d'engagement contractuelles fixées dans le prospectus de chacun des OPCVM contractuels gérés. Il ne s'agit pas de dresser une liste exhaustive de chacune des limites contractuelles potentielles et de leur suivi opérationnel particulier, mais de décrire les procédures qui conduiront à l'attribution de moyens humains et techniques adéquats, d'une part, et à la définition d'une organisation opérationnelle précise portant sur la gestion et le contrôle de chacune des règles d'investissement et d'engagement contractuelles, d'autre part.

Enfin, les modalités d'accès sont similaires à celles des OPCVM ARIA, avec ou sans effet de levier, mais les seuils sont relevés de 10 000 euros à 30 000 euros et de 125 000 euros à 250 000 euros (cf. tableau récapitulatif ci-dessous).

▶ Conditions d'accès aux OPCVM ARIA et contractuels					
TYPE DE FONDS			INVESTISSEURS QUALIFIÉS	AUTRES INVESTISSEURS	
				SANS CONDITION	CONDITIONS SUR PATRIMOINE OU EXPÉRIENCE
OPCVM ARIA	OPCVM de fonds alternatifs	Garantis	Sans restriction	0	0
		Non garantis		10 000 euros	
	ARIA simple			125 000 euros	10 000 euros
	ARIA à effet de levier				
OPCVM contractuels				250 000 euros	30 000 euros

Source : AMF

4 LES PRESTATAIRES DE SERVICES, LES PRODUITS D'ÉPARGNE ET LES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

6 Le plan comptable des OPCVM

Les opérations des OPCVM afférentes aux exercices ouverts à compter du 1^{er} juillet 2004 sont comptabilisées conformément aux dispositions du nouveau plan comptable des OPCVM publié par le Comité de la réglementation comptable dans son règlement n° 2003-02 du 20 octobre 2003. Ce nouveau plan comptable peut aussi être appliqué aux exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2004.

Ces dispositions, complétées par celles du règlement n° 2004-09 du 23 novembre 2004, sont également applicables aux fonds communs de placement à risques pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} juillet 2005, ces organismes pouvant l'appliquer aux exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2005.

Les comptes des fonds communs de créances sont soumis aux dispositions conjointes des règlements n° 99-03 du 17 novembre 1999 et n° 2003-03 du 2 octobre 2003 pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2004. Ces dispositions peuvent aussi être applicables aux exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2003.

Les fonds communs d'intervention sur les marchés à terme restent, quant à eux, soumis aux règles définies par l'arrêté du 6 mai 1993 relatif aux dispositions comptables applicables aux OPCVM.

C Le nouveau cadre réglementaire du démarchage bancaire et financier

La loi de sécurité financière a réformé le cadre du démarchage bancaire et financier et renvoyé, pour l'application de certaines de ses dispositions, à des textes réglementaires.

Ces textes, deux décrets, l'un relatif au démarchage bancaire et financier, l'autre au fichier des personnes habilitées à exercer une activité de démarchage bancaire et financier, et un arrêté relatif au modèle de la carte de démarchage, ont été publiés au Journal officiel du 29 septembre 2004. Ils apportent les précisions nécessaires à la mise en place du nouveau cadre juridique de l'activité de démarchage bancaire et financier.

1 Le décret n° 2004-1019 du 28 septembre 2004 relatif au démarchage bancaire et financier

En application de l'article L. 341-2 du code monétaire et financier, ce décret fixe tout d'abord les cas dans lesquels la prise de contact avec les personnes morales n'est pas soumise aux règles relatives au démarchage bancaire et financier.

Il s'agit des situations dans lesquelles la personne sollicitée est une personne morale justifiant d'un total de bilan, d'un montant de chiffre d'affaires ou de recettes, ou d'actifs gérés excédant 5 millions d'euros, ou encore d'un effectif salarié moyen de 50 personnes⁽¹⁾.

Le décret définit ensuite, en application de l'article L. 341-4 IV du code monétaire et financier, les conditions qui doivent être remplies par les démarcheurs, personnes physiques, ainsi que les personnes physiques ayant le pouvoir de gérer ou d'administrer les personnes morales mandatées pour exercer l'activité de démarchage.

Le décret fixe également les niveaux minimum de garantie du contrat d'assurance de responsabilité civile professionnelle des personnes physiques et des personnes morales mandatées pour exercer une activité de démarchage. Ces niveaux sont fonction de la nature des opérations ou des services proposés, et varient selon que l'activité de démarchage est exercée par une personne physique ou une personne morale⁽²⁾.

Le décret précise, en outre, que le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI) est l'autorité compétente pour procéder à l'enregistrement des démarcheurs mandatés par la Poste, la Caisse des dépôts et consignations et les sociétés de capital-risque.

Il prévoit qu'un seul numéro d'enregistrement est attribué à chaque personne physique ou morale même si celle-ci exerce une activité de démarchage pour le compte de plusieurs employeurs ou mandants.

Il précise par ailleurs que lorsqu'une personne physique exerce une activité de démarchage pour le compte d'une personne morale mandatée par un établissement

¹ Étant précisé que ces seuils ne sont pas cumulatifs et qu'ils s'apprécient au vu des derniers comptes consolidés ou à défaut des comptes sociaux, tels que publiés et, le cas échéant, certifiés par les commissaires aux comptes.

² Pour les actes de démarchage portant sur des opérations de banque ou activités annexes, le montant minimum de garantie est fixé à 75 000 euros par sinistre et par an pour les personnes physiques, et

à 300 000 euros par an et 150 000 euros par sinistre pour les personnes morales. Pour les actes de démarchage portant sur des opérations ou services autres, le montant minimum de garantie est fixé à 150 000 euros par

sinistre et par an pour les personnes physiques et à 600 000 euros par an et 300 000 euros par sinistre pour les personnes morales.

de crédit, un prestataire de services d'investissement ou une entreprise d'assurances, la carte de démarchage est délivrée par la personne morale mandante.

Le décret indique enfin qu'en cas de cessation de l'activité de démarchage pour quelque motif que ce soit, le démarcheur doit restituer la carte de démarchage dont il est titulaire.

2 L'arrêté du 28 septembre 2004 relatif à la carte de démarchage

La carte de démarchage, qui doit être signée par son titulaire et par le représentant qualifié de la personne morale pour le compte de laquelle le démarcheur agit, indique, à l'exclusion de toute autre mention, la dénomination et l'adresse du siège social du ou des mandants, le numéro d'enregistrement du démarcheur, la nature des opérations et services pour lesquels le démarcheur est mandaté et la date d'expiration de la carte.

Cette carte a, en principe, une durée de validité de deux ans pour les personnes exerçant l'activité de démarchage pour le compte d'une personne morale. Cette durée est portée à trois ans pour les salariés ou employés d'un établissement de crédit, d'un prestataire de service d'investissement ou d'une entreprise d'assurances.

3 Le décret n° 2004-1018 du 28 septembre 2004 relatif au fichier des personnes habilitées à exercer une activité de démarchage bancaire ou financier

Ce décret précise que le fichier des démarcheurs est tenu par la Banque de France pour le compte de trois autorités compétentes : le CECEI, le Comité des entreprises d'assurances et l'AMF, et qu'il est géré selon des modalités fixées par une convention conclue entre la Banque de France et lesdites autorités. Il prévoit également que le numéro d'enregistrement peut être attribué directement par la Banque de France.

Sont inscrits dans le fichier « les démarcheurs », personnes physiques, salariés, employés ou mandatés, exerçant directement une activité de démarchage pour le compte d'un établissement de crédit, d'un des organismes mentionnés à l'article L. 511-1 du

code monétaire et financier (services financiers de la Poste, Banque de France, Caisse des dépôts et consignations), d'une entreprise d'investissement, d'une entreprise d'assurance, d'une société de capital-risque et d'établissements ou entreprises équivalents agréés dans un autre État membre de la Communauté européenne et habilités à intervenir sur le territoire français ainsi que pour le compte d'un conseiller en investissements financiers, dès lors qu'ils se livrent à des opérations de démarchage impliquant un déplacement physique, les démarcheurs, personnes morales, mandatés en application du I de l'article L. 341-4 du code susmentionné ainsi que les démarcheurs, personnes physiques, salariés ou mandatés par les personnes morales elles-mêmes mandatées.

Ce fichier destiné au public a vocation à recenser l'ensemble des personnes qui exercent une activité de démarchage bancaire ou financier. Sa mise à jour (enregistrement des démarcheurs, renouvellement de mandat, radiation) incombe aux personnes habilitées à procéder au démarchage. Pour ce faire, ces personnes doivent adhérer à une convention type élaborée par les trois autorités (AMF, CECEI, CEA) et la Banque de France afin de pouvoir procéder directement à la mise à jour des informations contenues dans le fichier et relatives à leurs démarcheurs.

Les démarcheurs peuvent exercer leurs droits d'accès et de rectification auprès de la Banque de France et des personnes pour le compte desquelles ils exercent leur activité.

L'accès du fichier au public se fait *via* les sites Internet de chacune des trois autorités.

D Les conseillers en investissements financiers

Introduits par la loi de sécurité financière, les articles L. 541-1 et suivants du code monétaire et financier organisent le statut juridique de la profession de conseiller en investissements financiers (CIF) et renvoient à un décret et au règlement général de l'AMF le soin de préciser les conditions d'accès à cette nouvelle profession réglementée et les conditions d'organisation de son exercice.

LES PRESTATAIRES DE SERVICES, LES PRODUITS D'ÉPARGNE ET LES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

1 Le décret n° 2004-1023 du 29 septembre 2004

Le décret n° 2004-1023 du 29 septembre 2004 conditionne ainsi l'accès à la profession :

- à la majorité légale ;
- à l'absence d'une sanction pénale prononcée au titre de l'une des infractions mentionnées à l'article L. 541-7 du code monétaire et financier ou à l'absence d'une sanction ayant pour effet l'interdiction d'exercer à titre temporaire ou définitif une activité ou un service prononcée par l'AMF, la Commission bancaire ou la Commission de contrôle des assurances, des mutuelles et des institutions de prévoyance.

Le décret définit également le niveau minimal des garanties qui doivent être apportées par l'assurance en responsabilité civile professionnelle à 150 000 euros par sinistre et par année, pour une personne physique et à 300 000 euros par semestre et 600 000 euros par année, pour une personne morale. Le texte précise en outre les modalités d'enregistrement des CIF sur une liste qui devra être mise à jour et transmise à l'AMF par chaque association représentative agréée, à charge pour le régulateur de la rendre accessible au public.

2 Les dispositions du règlement général de l'AMF

L'AMF a défini dans son règlement général :

- les conditions de compétence des conseillers en investissements financiers ;
- les règles de bonne conduite qui devront servir de base à celles qu'édicteront les associations professionnelles agréées ;
- les critères d'agrément des associations représentatives de la nouvelle profession ;
- les modalités de transmission et de mise à jour des listes de CIF tenues par chaque association professionnelle.

Pour ce faire, et dans un souci de concertation, l'AMF a organisé du 3 juin au 17 juillet 2004 une consultation publique sur les orientations qu'elle comptait privilégier,

en suggérant quatre pistes pour l'élaboration du cadre de régulation des CIF :

- donner au statut des conseillers en investissements financiers un caractère clairement identifiable pour les clients, épargnants, entreprises et investisseurs ;
- déterminer des conditions de compétence assurant un service de qualité aux clients ;
- définir des règles de bonne conduite des conseillers en investissements financiers permettant la fourniture d'un service effectué de manière loyale, équitable et adaptée ;
- fixer les règles d'agrément des associations de conseillers en investissements financiers.

Trois observations principales sont ressorties de cette consultation :

- une crainte sur les conditions d'accès au statut de CIF jugées trop restrictives par les anciens conseillers en gestion de patrimoine ;
- des risques de distorsion de concurrence avec l'activité menée par les conseillers des établissements bancaires et d'assurance qui ne seront pas soumis aux mêmes contraintes réglementaires, notamment en matière de conditions⁽¹⁾ de mise en œuvre de la transparence des rémunérations, lorsque ces derniers proposent par exemple des produits financiers à l'issue de leur prestation de conseil ;
- des interrogations sur le périmètre de la population visée par le nouveau statut, dans la mesure où, la loi a inclus le conseil en haut de bilan⁽²⁾ dans le champ de compétence des futurs CIF.

Cette première phase de consultation réalisée, l'AMF a, dans un second temps, mis en consultation un projet de règlement général prenant en compte pour partie différentes suggestions formulées à l'occasion de la première consultation publique et par ses commissions consultatives « activités de gestion financière » et « épargnants et actionnaires minoritaires ».

¹ L'article L. 541-4 du code monétaire et financier impose en effet aux CIF de communiquer les informations

« concernant les modalités de leur rémunération, notamment la tarification de leurs prestations ».

² Le rapport d'information présenté par le sénateur Philippe Marini, au nom de la commission des Finances du Sénat, sur « La loi de sécurité

financière : un an après » a jugé « regrettable » l'inclusion du conseil en haut de bilan (Rapport Sénat n° 431 (2003-2004), page 120).

Les dispositions du règlement général de l'AMF relatives aux conseillers en investissements financiers, publiées au Journal officiel le 22 avril 2005, fixent ainsi les grandes orientations suivantes :

- l'activité de CIF est accessible aux détenteurs d'un diplôme national sanctionnant un premier cycle d'études supérieures juridiques ou économiques ou un titre ou un diplôme de même niveau, ou pouvant justifier d'une formation professionnelle adaptée à la réalisation d'opérations sur les instruments financiers, d'opérations de banque ou d'opérations connexes, de fourniture de services d'investissement ou de services connexes et à la réalisation d'opérations sur biens divers. Elle est également accessible aux personnes justifiant d'une expérience professionnelle d'une durée de deux ans dans des fonctions liées à la réalisation de ces opérations⁽¹⁾ ;
- le CIF doit préciser par écrit, dans une lettre de mission, les attentes et les objectifs du client ainsi que la nature de la prestation. La lettre de mission doit également décrire les modalités de calcul des honoraires correspondant à la prestation de conseil, en mentionnant, s'il y a lieu, l'existence d'un lien commercial avec les établissements promoteurs de produits ;
- le CIF doit être doté de moyens matériels et humains nécessaires à l'exercice de son activité et disposer de procédures lui permettant de satisfaire à ses obligations en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme.

Le règlement général définit, en outre, les conditions d'agrément des associations et précise leurs obligations dans l'exercice de leur mission.

Concernant la transparence des conditions de commercialisation des produits que les CIF seraient amenés à vendre à l'issue de leur prestation de conseil, le règlement général prévoit que, lors de l'entrée en relation, les termes de la rémunération du service de conseil doivent être clairement indiqués, ainsi que l'ensemble des liens financiers ou commerciaux qui unissent le CIF et les établissements promoteurs de produits.

Les associations professionnelles souhaitant être agréées par l'AMF pour défendre les intérêts des conseillers en investissements financiers doivent déposer un dossier auprès de l'AMF. Le nom et l'adresse des associations agréées seront mentionnés sur le site Internet de l'AMF.

La loi de sécurité financière invitait l'AMF à aborder le sujet de la commercialisation sous l'angle de la régulation nouvelle de certains acteurs tels les CIF. Cette démarche l'a conduite à élargir le champ de sa réflexion à l'égalité du jeu concurrentiel entre professions voisines. Aussi, en 2005, ce sujet retiendra-t-il l'attention du régulateur.

E Les dispositions relatives à l'analyse financière

1 La réglementation préexistante

Le règlement général du CMF définissait la fonction d'analyste financier, prévoyait l'attribution d'une carte professionnelle aux personnes exerçant cette fonction chez les prestataires placés sous son autorité et comportait des dispositions restreignant la faculté des analystes financiers d'effectuer des opérations sur instruments financiers pour leur compte propre.

La décision générale du CMF n° 2002-01 comportait des dispositions sur la rémunération des analystes, l'élaboration de l'analyse, l'indépendance de l'analyste et la gestion des conflits d'intérêts et enfin la diffusion de l'analyse.

Le Conseil des marchés financiers avait par ailleurs publié dans sa revue mensuelle de novembre 2002 les réponses aux questions posées sur les modalités d'application de sa décision n° 2002-01.

2 Les dispositions du code monétaire et financier et de la directive 2003/125/CE

L'article L. 621-7 du code monétaire et financier renvoie au règlement général de l'AMF le soin de déterminer notamment les règles de bonne conduite et les autres obligations professionnelles que doivent respecter à tout moment les prestataires de services d'investissement ainsi que les personnes physiques placées sous leur autorité ou agissant pour leur compte qui, dans le cadre

¹ Ces opérations sont celles mentionnées au I de l'article L. 541-1 du code monétaire et financier.

4 LES PRESTATAIRES DE SERVICES, LES PRODUITS D'ÉPARGNE ET LES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

de la fourniture des services d'investissement ou des services connexes, produisent ou diffusent des analyses financières.

L'article L. 621-7 dispose par ailleurs que le règlement général de l'AMF détermine, concernant les analystes indépendants qui produisent et diffusent des analyses financières ⁽¹⁾ :

1° les conditions d'exercice de l'activité des personnes visées à l'article L. 544-1 du code monétaire et financier ;

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.

L'article L. 544-1 précise qu'« exerce une activité d'analyse financière toute personne qui, à titre de profession habituelle, produit et diffuse des études sur les personnes morales faisant appel public à l'épargne, en vue de formuler et de diffuser une opinion sur l'évolution prévisible des dites personnes morales et, le cas échéant, sur l'évolution prévisible du prix des instruments financiers qu'elles émettent ».

Par ailleurs, la directive 2003/125/CE portant modalités d'application de la directive abus de marché pose le principe de la présentation équitable des recommandations d'investissement et l'obligation de mentionner les conflits d'intérêts.

3 Les dispositions nouvelles

L'AMF a décidé, s'agissant des règles relatives à l'analyse financière et à l'ensemble des personnes concernées, de :

- reprendre les dispositions issues de la réglementation du CMF en apportant les changements rendus nécessaires par la transposition de la directive ;
- étendre en tant que de besoin les dispositions issues de la réglementation du CMF aux sociétés de gestion de portefeuille et aux analystes indépendants des prestataires de services d'investissement.

Ces dispositions figurent au livre III « Prestataires » du règlement général de l'AMF.

Le chapitre I^{er}, intitulé « Prestataires de services d'investissement exerçant les services d'investissement autres que la gestion pour compte de tiers », du titre II « Prestataires de services d'investissement » comporte les dispositions concernant cette seule catégorie de prestataires de services d'investissement. Il est notamment prévu que les personnes produisant chez ces prestataires des analyses financières doivent être titulaires de la carte professionnelle d'analyste financier. Le paragraphe 7 de la sous-section 4 de la section 3 de ce chapitre « Règles de bonne conduite applicables à la production ou à la diffusion d'analyses financières » reprend l'essentiel des règles issues de la réglementation du CMF d'une part, de la transposition de la directive d'autre part.

Le chapitre II du titre II intitulé « Prestataires de services d'investissement exerçant le service de gestion pour le compte de tiers » comporte un développement relatif aux « Règles de bonne conduite applicables aux sociétés de gestion de portefeuille produisant ou diffusant des analyses financières » reprises des règles applicables aux autres prestataires de services d'investissement et adaptées à la situation des sociétés de gestion. Toutefois les dispositions relatives à la carte professionnelle ne s'appliquent pas aux sociétés de gestion, ce point exigeant une réflexion spécifique. Quant aux règles particulières relatives à la diffusion des analyses, elles ne s'appliquent aux sociétés de gestion que dans la mesure où leurs collaborateurs concernés décident de diffuser leurs analyses à l'extérieur.

Le titre III « Autres prestataires » du livre III comporte un chapitre VII relatif aux « analystes financiers ne relevant pas d'un prestataire de services d'investissement » et reprend les règles prévues pour les prestataires de services d'investissement quand elles ne sont pas spécifiques à ces prestataires.

La directive 2003/125/CE de la Commission a été transposée pour l'ensemble des analyses susceptibles d'être diffusées, en dehors de celles émanant des journalistes qui n'appartiennent pas au domaine de compétence de l'AMF. Les dispositions de transposition sont extrêmement proches de celles de la directive elle-même. Le règlement général de l'AMF a surtout ajouté le fait que, chez les prestataires de services d'investissement, le déontologue, en relation le cas

¹ Soit l'ensemble des prestataires de services d'investissement, y compris les sociétés de gestion de portefeuille.

échéant avec le responsable de l'analyse, doit participer à l'établissement des procédures relatives à l'application des dispositions adoptées. Ainsi, si des dispositions soulèvent des difficultés d'interprétation, il appartiendra au déontologue de les traiter, compte tenu notamment de l'esprit des dispositions concernées et de l'organisation particulière du prestataire au sein duquel il travaille.

Plusieurs instructions de l'AMF viendront préciser, au cours de l'année 2005, les conditions d'application des règles adoptées. Elles devront notamment reprendre les questions posées précédemment par le CMF et leur apporter une réponse adaptée au nouveau cadre réglementaire national et européen.

2 Les prestataires de services d'investissement

A Les sociétés de gestion

1 Les agréments et approbations

2004 a été l'année déterminante pour l'évolution des sociétés de gestion de portefeuille.

En effet, l'entrée en vigueur, le 13 février 2004, de la directive 2001/107/CE modifiant la directive 85/611/CEE a considérablement amplifié le mouvement de restructuration de la gestion au sein des groupes financiers en favorisant la transformation des sociétés de gestion d'OPCVM en sociétés de gestion de portefeuille dotées de moyens ou en programmant leur disparition.

L'adaptation de la législation et de la réglementation aux nouveaux modes de gestion (multigestion alternative, OPCVM à règles d'investissement allégées avec ou sans effet de levier, OPCVM contractuels) comme à de nouveaux instruments (dérivés de crédit, fonds d'investissement de proximité) a accéléré la montée en puissance de leur utilisation par la profession et conduit à la mise en œuvre de programmes d'activité spécifiques correspondants.

Cette évolution s'est traduite par une reprise des demandes d'agrément en qualité de sociétés de gestion de portefeuille selon une ampleur qui n'avait plus été constatée depuis 1997⁽¹⁾, même si ces demandes émanent autant de nouvelles entités que de sociétés de gestion d'OPCVM ayant opté pour le changement de statut. Parallèlement, 13 % des sociétés existantes, désireuses de répondre aux attentes de leur clientèle, ont accru en conséquence leurs compétences en présentant à l'approbation un ou plusieurs programmes d'activité relatifs, dans deux cas sur trois, à l'exercice de

ces nouvelles formes de gestion ou l'utilisation de ces nouveaux instruments.

a) Les agréments en qualité de société de gestion de portefeuille

Au cours de l'année 2004, l'AMF a agréé 68 sociétés en qualité de société de gestion de portefeuille (SGP), soit 35 entités nouvellement constituées, contre 26 en 2003, et 33 sociétés de gestion d'OPCVM ayant choisi de se transformer en SGP, contre 4 en 2003.

Au titre des 35 nouvelles sociétés⁽²⁾ agréées, les programmes d'activité présentés se répartissent de la façon suivante :

- 14 en gestion classique – gestion de valeurs mobilières avec ou sans intervention sur les marchés dérivés ;
- 13 dans le capital investissement, contre 12 en 2003 dont 6 avec un agrément limité aux investisseurs qualifiés ou à la gestion de FCPR bénéficiant d'une procédure allégée ;
- 1 en épargne salariale ;
- 3 pour la gestion de FCIMT ;
- 4⁽³⁾ en gestion alternative indirecte ;
- enfin, 2⁽⁴⁾ pour gérer, l'une un OPC de droit étranger, l'autre des OPCVM à règles d'investissement allégées à effet de levier (ARIA EL).

Parmi les 33 sociétés de gestion d'OPCVM ayant été agréées en qualité de société de gestion de portefeuille :

- 12 ont étendu leur activité à la gestion sous mandat ;
- 2 ont fait valider un programme d'activité de gestion alternative indirecte ;
- 1 a présenté un programme d'activité de gestion de l'épargne salariale.

¹ Première année d'application de la loi de modernisation des activités financières.

² Ou sociétés issues de fusions, pour lesquelles les programmes d'activité existants ont été comptés comme un seul programme et comptabilisés au titre de l'activité initialement exercée avant la fusion.

³ Dont une a également présenté un programme d'activité de gestion « classique ».

⁴ Dont une a également présenté un programme d'activité de gestion « classique ».

4 LES PRESTATAIRES DE SERVICES, LES PRODUITS D'ÉPARGNE ET LES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

b) Le déploiement des activités de gestion parmi les sociétés de gestion déjà agréées

S'agissant des anciens acteurs de la profession, l'AMF a approuvé 78 programmes d'activité présentés par 67 sociétés de gestion. La montée en puissance des formes nouvelles de gestion constitue l'élément caractéristique de l'année puisque ces dernières concernent 64 des programmes approuvés :

- 45 de gestion alternative indirecte⁽¹⁾, présentés pour une vingtaine par des sociétés filiales de banques, d'entreprises d'investissement ou d'assurances, dans 5 cas, par des filiales françaises de groupes étrangers, le reste émanant de sociétés de taille plus modeste et d'indépendants spécialisés ;
- 6 de gestion d'OPCVM à règles d'investissement allégées à effet de levier, présentés par les sociétés de trois groupes bancaires français et un groupe indépendant ;
- 5 de gestion d'OPCVM contractuels, présentés par des sociétés appartenant à deux groupes bancaires français et un groupe indépendant ;
- 5 relatifs à l'utilisation des dérivés de crédit, à la demande de sociétés liées à des groupes bancaires français (2) ou européens (3) ;
- 3 de capital investissement, présentés par des sociétés dont l'agrément était, pour deux d'entre elles, limité aux investisseurs qualifiés, en vue de gérer des fonds d'investissement de proximité.

Les autres programmes d'activité approuvés relèvent de la gestion classique et représentent :

- soit une extension de l'activité déjà exercée aux marchés dérivés (3), à la gestion sous mandat (2), à la gestion d'OPCVM (1) ou à la gestion de valeurs mobilières (1) ;
- soit un élargissement au domaine de l'épargne salariale (7), pour reprendre l'activité de sociétés de gestion vouées à la disparition dans un souci de simplification des structures de gestion des groupes.

c) Les autres programmes d'activité approuvés

L'AMF a approuvé les programmes d'activité de réception et de transmission d'ordres présentés par 3 nouvelles sociétés de gestion et 4 anciens acteurs, et a autorisé, par ailleurs, la délégation de l'activité de *middle office* par 2 sociétés de gestion.

2 Les caducités ou retraits d'agrément⁽²⁾

La disparition du statut de société de gestion d'OPCVM à objet exclusif, programmée par la loi de sécurité financière, a été largement mise en œuvre en 2004 et se trouve en phase d'aboutissement⁽³⁾. À ce titre, l'AMF a procédé au retrait d'agrément en qualité de société de gestion d'OPCVM de près de 40 entités – 33 ayant opté pour le statut de sociétés de gestion de portefeuille et 7 ayant cessé leur activité, soit par suite de réorganisations au sein de leur groupe, soit pour absence de gestion ou encore insuffisance de moyens – et constaté la caducité de l'agrément de 15 sociétés de gestion d'OPCVM dans le cadre, là aussi, d'une simplification des structures des groupes.

De façon concomitante, la clarification des organigrammes s'est poursuivie au sein des sociétés de gestion de portefeuille. Plusieurs grands groupes ont, à la suite d'un rapprochement, dans un cas, ou, plus généralement, d'une simplification de leur organisation, réduit le nombre de leurs structures de gestion, ce qui a donné lieu à la caducité de 18 agréments. En outre, 3 sociétés, dont 2 spécialisées dans le capital investissement, ont demandé le retrait de leur agrément pour cessation d'activité de gestion. L'AMF a ainsi, sur l'ensemble de l'année, constaté la disparition de 21 sociétés de gestion de portefeuille.

Au total, les 76 retraits et caducités d'agrément survenus n'ont pas été totalement compensés par l'agrément des 68 nouvelles sociétés de gestion de portefeuille, ce qui réduit la population au 31 décembre 2004 à 501 unités contre 509 à la fin de l'année 2003.

3 Les refus d'agrément et d'approbation

L'AMF a considéré sans suite l'agrément qu'elle avait délivré le 20 janvier 2004 à une nouvelle entité en qualité de société de gestion de portefeuille, pour non-réalisation au 31 décembre 2004 des conditions suspensives assortissant cet agrément.

L'AMF a également refusé l'approbation, dans sa version initiale, d'un programme d'activité relatif à l'utilisation des dérivés de crédit présenté par une société de gestion de portefeuille agréée, au motif qu'il ne comportait pas les éléments permettant d'établir que ladite société

¹ Il s'agit de programmes d'activité déposés par les anciens acteurs en application du relevé de décision de la COB d'avril 2003 (cf. rapport annuel AMF 2003, page 104).

² Les chiffres indiqués représentent les disparitions de sociétés de gestion dont le traitement administratif est terminé au moment de l'établissement du présent bilan.

³ Au 1^{er} janvier 2005, 27 entités disposent encore du statut de société de gestion d'OPCVM, qui ont eu jusqu'au 29 janvier 2005 pour choisir de se transformer en sociétés

de gestion de portefeuille ou de demander le retrait de leur agrément avant le 30 juin 2005.

était en mesure de valoriser de manière précise et indépendante les dérivés de crédit.

Elle a en outre accordé un délai supplémentaire à trois autres sociétés, au titre du programme d'activité de gestion alternative indirecte, la mise en conformité des programmes d'activité présentés étant toujours, en dépit de nombreux échanges avec ces sociétés, en attente à la fin de l'année 2004, sur les éléments suivants :

- l'adaptation des moyens humains : ces sociétés ne disposaient pas de deux personnes suffisamment expérimentées pour effectuer, selon les cas, l'analyse qualitative de fonds alternatifs, l'analyse quantitative en matière de *due diligence* ou encore le contrôle des risques ;
- l'adaptation des moyens techniques : les dossiers présentés ne permettaient pas en l'état de déterminer les possibilités réelles d'analyse permises par la base de données utilisée, voire l'utilisation effective des bases de données en gestion alternative indirecte décrites dans le programme d'activité ;
- l'externalisation envisagée du contrôle des risques alors que cette mission fait partie des moyens indispensables à une société de gestion pour exercer l'activité de gestion alternative indirecte.

4 Les suites apportées au retrait d'agrément décidé en 2003 à l'encontre de la société Ethys

Le 2 juin 2003, la société Ethys avait formé un recours en annulation devant le Conseil d'État de la décision par laquelle la COB lui avait retiré, le 20 mai 2003, son agrément en qualité de société de gestion de portefeuille⁽¹⁾.

Le retrait de l'agrément était fondé sur la constatation que la société ne respectait pas les exigences réglementaires en matière de fonds propres et ne disposait pas des moyens techniques et humains prévus dans son programme d'activité, contrairement aux exigences posées en la matière par les articles 6 et 9 du règlement COB n° 96-02.

Le recours en annulation pour excès de pouvoir formé par la société Ethys était accompagné d'une demande de référé-suspension de la décision de retrait

d'agrément que, par ordonnance du 26 juin 2003, le juge des référés du Conseil d'État avait rejeté aux motifs qu'aucun des moyens invoqués par la société Ethys ne paraissait de nature à créer un doute sérieux quant à la légalité de la décision de la COB.

Dans un arrêt rendu le 17 novembre 2004, le Conseil d'État a rejeté le recours pour excès de pouvoir de la société Ethys.

5 Le passeport européen

a) Les notifications de libre établissement

Au cours de l'exercice 2004, une seule notification de libre établissement dans un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen émanant d'une société de gestion de portefeuille française a été examinée favorablement par l'AMF.

Cette notification de libre établissement au Royaume-Uni s'est inscrite dans le contexte de l'agrément en qualité de société de gestion de portefeuille d'une nouvelle entité juridique issue de la fusion de deux sociétés de gestion préexistantes.

Ladite notification visait formellement à substituer à la succursale sise à Londres de l'une des deux entités fusionnées une succursale de l'entité nouvellement créée et agréée, étant précisé que la nouvelle succursale avait vocation à exercer les mêmes activités que l'ancienne succursale et à recourir à des moyens et des procédures identiques.

b) Les notifications de libre prestation de services

En 2004, 47 notifications de libre prestation de services, émanant de 10 sociétés de gestion de portefeuille ont été examinées favorablement par l'AMF.

Les États concernés par ces notifications de libre prestation de services sont les suivants : Allemagne (3), Autriche (3), Belgique (5), Danemark (2), Espagne (4), Finlande (2), Grèce (2), Irlande (2), Italie (6), Luxembourg (7), Norvège (1), Pays-Bas (3), Portugal (3), Royaume-Uni (2) et Suède (2).

4 LES PRESTATAIRES DE SERVICES, LES PRODUITS D'ÉPARGNE ET LES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

B Les dépositaires d'OPCVM

Au 31 décembre 2004, 84 établissements exerçaient les fonctions de dépositaire d'OPCVM, contre 88 au 31 décembre 2003. 87 % des actifs et 76 % des OPCVM sont concentrés chez les 20 premiers dépositaires.

La nécessité de maîtriser le risque opérationnel par des moyens croissants, qui ne peuvent être amortis que par la progression des encours, et les marges réduites du secteur expliquent cette concentration.

Dans un objectif de modernisation de l'activité des dépositaires, et afin de contribuer à la définition des positions qui seront défendues par la France dans le cadre de la négociation de la future directive dépositaire, l'AMF a entrepris, en coordination avec la profession, un travail de refonte du cadre d'intervention de cet acteur majeur pour la sécurité des investisseurs.

Répartition des dépositaires en fonction de leurs actifs par quartile au 31 décembre 2004

RÉPARTITION DES DÉPOSITAIRES PAR QUARTILE	ACTIF NET DÉPOSÉ*	RÉPARTITION DE L'ACTIF NET DÉPOSÉ EN %	NOMBRE D'OPCVM DÉPOSÉS	RÉPARTITION DES OPCVM DÉPOSÉS EN %
Premier quartile	900,3	88,7 %	6 283	78,6 %
Deuxième quartile	96	9,5 %	1 219	15,2 %
Troisième quartile	17	1,7 %	403	5 %
Dernier quartile	2	0,1 %	94	1,2 %
TOTAL	1 015,3	100 %	7 999	100 %

* en milliards d'euros

Source : AMF

C Les autres prestataires de services d'investissement

1 Les avis et approbations de programmes d'activité

La loi du 1^{er} août 2003 a instauré une nouvelle répartition des compétences entre le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et l'Autorité des marchés financiers afin de simplifier la procédure d'agrément des prestataires de services d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille.

Cette population comprend, d'une part les entreprises d'investissement, d'autre part les établissements de crédit qui fournissent des services d'investissement.

Au 31 décembre 2004, 477 prestataires de services d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille étaient dénombrés, dont 345 établissements de crédit et 132 entreprises d'investissement.

L'AMF approuve le programme d'activité afférent au seul service d'investissement de gestion de portefeuille. Cette approbation constitue l'un des éléments vérifiés par le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement préalablement à la délivrance de l'agrément.

Les autres services d'investissement ainsi que le service de tenue de compte-conservation d'instruments financiers donnent lieu à un avis émis par l'AMF et transmis au Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement en charge de délivrer l'agrément.

a) Les avis

L'avis délivré par l'AMF résulte d'un examen du programme d'activité présenté par l'entreprise. Les observations que l'AMF transmet au CECEI portent sur la compétence et l'honorabilité des dirigeants, l'adéquation de leur expérience à leurs fonctions ainsi que les conditions dans lesquelles l'entreprise envisage de fournir des services d'investissement ou le service de tenue de compte conservation d'instruments financiers.

Au cours de l'exercice 2004, 32 dossiers, transmis par le CECEI, ont été soumis à l'AMF.

8 dossiers concernaient le statut d'établissement de crédit, 13 celui d'entreprise d'investissement et 11 dossiers étaient relatifs à une demande d'exercice de l'activité de teneur de compte-conservateur d'instruments financiers.

S'agissant des établissements de crédit, les dossiers présentés relevaient de quatre types de motivation :

- la volonté de procéder à une restructuration d'entités préexistantes ;
- la volonté d'un établissement de crédit d'être doté du statut de prestataire de services d'investissement ;
- la volonté de créer une entité nouvelle dédiée à une activité spécifique ;
- la volonté d'élargir le périmètre d'un agrément.

Concernant les entreprises d'investissement, il est à noter que la plupart des dossiers – 9 sur 13 – ont porté sur l'extension du périmètre de l'agrément existant. S'agissant des autres dossiers, aucune tendance générale ne se dégage en termes de motivations. Il s'agit, à titre d'illustration, soit de la création d'une entité nouvelle à l'initiative de personnes physiques ou d'un groupe étranger, soit de la filialisation d'activités de services d'investissement au sein d'une entité dédiée ou bien encore d'un changement de statut opéré dans le cadre de la réglementation encadrant l'activité d'épargne salariale.

Enfin, les demandes d'habilitation à la tenue de compte-conservation ont émané de 10 établissements de crédit et d'une entreprise d'investissement. Huit de ces demandes ont été formulées de manière concomitante à une demande d'agrément en qualité d'établissement de crédit prestataire de services d'investissement ou d'entreprise d'investissement et 3 ont résulté d'une extension du programme d'activité d'un établissement de crédit prestataire de services d'investissement.

b) Les approbations de programmes d'activité

Deux établissements de crédit prestataires de services d'investissement ont souhaité être en mesure de proposer à leur clientèle une prestation accessoire de gestion de portefeuille pour le compte de tiers.

L'une des demandes s'est inscrite dans le cadre de la cessation des activités d'une société de gestion de portefeuille dont la clientèle a été reprise par un établissement bancaire, lequel a par conséquent élargi

le périmètre de son agrément de prestataire de services d'investissement pour accueillir ladite clientèle.

La seconde demande est consécutive à une opération de restructuration au sein d'un groupe bancaire impliquant de doter la nouvelle structure juridique créée d'un agrément portant sur l'ensemble des services d'investissement, de façon à lui permettre de poursuivre les activités anciennement exercées par les deux entités juridiques absorbées.

L'AMF a également constaté la caducité de l'approbation d'un programme d'activité de gestion sous mandat pour le compte de tiers délivré en 2002 à une entreprise d'investissement ayant renoncé depuis à l'exercice de cette activité après absorption de sa filiale, société de gestion de portefeuille, dont la caducité de l'agrément a été constatée également cette année.

2 Le passeport européen

a) Les notifications de libre établissement

Au cours de l'exercice 2004, 7 notifications de libre établissement, émanant de quatre entreprises d'investissement et d'un établissement de crédit prestataire de services d'investissement, ont été portées, via le CECEI, à la connaissance de l'AMF, qui dispose, aux termes de l'article 6 du décret n° 96-880 du 8 octobre 1996 modifié, d'un délai d'un mois pour produire d'éventuelles observations.

Cinq États de l'Espace économique européen ont été concernés par ces notifications de libre établissement : Allemagne (1), Belgique (1), Italie (2), Pays-Bas (1) et Royaume-Uni (2).

Trois types de motivation ont présidé au dépôt d'une notification de libre établissement :

- la création d'une succursale dans un souci de stratégie commerciale ;

Deux entreprises d'investissement ont présenté un projet de création d'une implantation au Royaume-Uni aux fins d'accroître leur développement sur le plan européen et de mieux répondre aux attentes de leur clientèle.

- la création d'une succursale aux côtés d'implantations locales préexistantes d'un groupe ;

Une entreprise d'investissement a souhaité implanter en Belgique⁽¹⁾ et en Italie, aux côtés de deux filiales de son groupe, deux succursales communautaires dédiées au développement d'une activité d'intermédiation sur produits dérivés.

¹ Le projet de création d'une succursale en Belgique a été abandonné en fin d'année 2004.

LES PRESTATAIRES DE SERVICES, LES PRODUITS D'ÉPARGNE ET LES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

- la création d'une succursale, corollaire d'une opération d'apport partiel d'actifs ou de la conclusion d'un partenariat.

De façon concomitante à une opération d'apport partiel d'actifs, entre deux établissements de crédit prestataires de services d'investissement, consécutive au rapprochement de deux grands groupes bancaires, l'établissement de crédit bénéficiaire de l'apport a souhaité procéder à la création d'une succursale aux Pays-Bas aux fins de recueillir les activités préexistantes de la succursale locale de l'établissement de crédit à l'origine de l'opération d'apport.

Dans le contexte d'un partenariat ciblé en termes de clientèle et d'activité développée conclu entre un établissement bancaire et une entreprise d'investissement, cette dernière a souhaité implanter deux succursales – en Allemagne et en Italie – aux fins de reprendre la clientèle visée par l'activité objet du partenariat, et jusque-là logée au sein des succursales locales de l'établissement bancaire, ainsi que les moyens qui y étaient affectés.

b) Les notifications de libre prestation de services

En 2004, 142 notifications de libre prestation de services, émanant de 24 prestataires de services d'investissement, ont été portées à la connaissance de l'AMF.

Les 24 déclarants se répartissent en :

- 9 établissements de crédit ;
- 15 entreprises d'investissement.

La totalité des États parties à l'accord sur l'Espace économique européen a été concernée par ces notifications de libre prestations de services : Allemagne (7), Autriche (7), Belgique (8), Chypre (3), Danemark (3), Espagne (8), Estonie (3), Finlande (3), Grèce (3), Hongrie (5), Irlande (7), Islande (2), Italie (9), Lettonie (3), Lituanie (3), Lichtenstein (4), Luxembourg (6), Malte (4), Norvège (3), Pays-Bas (6), Pologne (6), Portugal (11), République Tchèque (6), Royaume-Uni (10), Slovaquie (4), Slovénie (4), et Suède (4).

3 Les OPCVM généraux

A Le bilan des autorisations

1 Les agréments délivrés à la création des OPCVM à vocation générale

En 2004, et pour la troisième année consécutive, le régulateur a enregistré une baisse du nombre d'agréments délivrés : - 3,2 % par rapport à 2003. Au cours de l'année, 702 nouveaux OPCVM ont été agréés, parmi lesquels 689 FCP et 13 SICAV.

L'année 2004 a été marquée par le succès des fonds à formule et des OPCVM de fonds alternatifs qui représentent 15 % des sommes collectées par les nouveaux OPCVM.

Répartition des nouveaux OPCVM agréés en 2004 par catégorie					
CLASSIFICATION	NOMBRE D'OPCVM AGRÉÉS EN 2004	RÉPARTITION EN %	ENCOURS* DES FONDS AGRÉÉS EN 2004 AU 31/12/2004	RÉPARTITION en %	RÉPARTITION DE L'ENCOURS DE L'ENSEMBLE DES OPCVM** AU 31/12/2004
Actions françaises	19	2,7 %	8,3	11,9 %	4,9 %
Actions de pays de la zone euro	48	6,8 %	10,8	15,4 %	4,2 %
Actions des pays de la Communauté européenne	22	3,1 %	2,8	4 %	2,8 %
Actions internationales	50	7,1 %	4,3	6,1 %	6,5 %
Obligations et titres de créance libellés en euro	68	9,7 %	12,3	17,6 %	11,2 %
Obligations et titres de créance internationaux	23	3,3 %	0,7	1 %	7,4 %
Monétaire euro	38	5,4 %	10,5	15 %	34,8 %
Monétaire à vocation internationale	1	0,1 %	0,1	0,1 %	0,1 %
OPCVM de fonds alternatifs	36	5,1 %	0,7	1 %	1,1 %
Fonds à formule	158	22,5 %	9,8	14 %	5,5 %
Diversifié	239	34 %	9,7	13,9 %	21,4 %
TOTAL	702	100 %	70,0	100 %	100 %

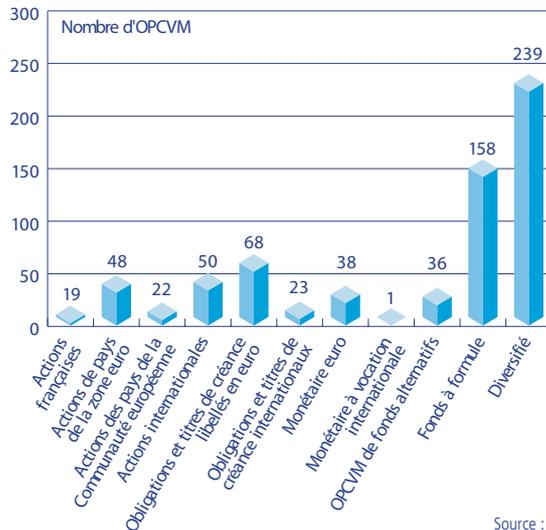
* en milliards d'euros

** OPCVM nourriciers inclus

Source : AMF

4 LES PRESTATAIRES DE SERVICES, LES PRODUITS D'ÉPARGNE ET LES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

Répartition des OPCVM agréés en 2004



Source : AMF

2 Les agréments délivrés en cours de vie des OPCVM

En 2004, l'AMF a agréé 4 932 transformations d'OPCVM à vocation générale, en hausse de 30 % par rapport à 2003. L'année 2003 avait déjà été marquée par une augmentation de 46 % par rapport à 2002. Ces hausses successives s'expliquent par le passage des OPCVM au nouveau prospectus.

Les agréments de fusions entre OPCVM tendent à diminuer : 170 ont été accordés contre 274 en 2003, marquant une pause dans les opérations de rationalisation de gammes.

Les autres transformations notables concernent des changements de société de gestion, notamment au cours d'opérations de restructuration de la place, des changements de dépositaire, de commissaire aux

comptes, de dénomination, des modifications relatives aux délégations de gestion financière, administrative ou comptable.

3 Les déclarations d'enregistrement des OPCVM bénéficiant d'une procédure allégée

Au cours de l'année 2004, 149 OPCVM bénéficiant d'une procédure allégée ont été enregistrés. Leurs encours au 31 décembre 2004 s'élèvent à 10,4 milliards d'euros.

Créés en 1998⁽¹⁾ et réservés à certaines catégories d'investisseurs du fait de règles d'investissement assouplies, ces OPCVM n'étaient pas soumis à l'agrément du régulateur mais à une simple déclaration d'enregistrement.

Depuis la publication du règlement général de l'AMF, et conformément aux nouvelles dispositions législatives, les sociétés de gestion ne peuvent plus déclarer auprès du régulateur de nouveaux OPCVM bénéficiant d'une procédure allégée autres que des FCPR dont la date de l'attestation de dépôt ou du certificat de dépôt établie par le dépositaire serait postérieure au 25 novembre 2004.

Au 31 décembre 2004, on recense 615 OPCVM à vocation générale bénéficiant d'une procédure allégée contre 637 en 2003. Leur encours total s'élève à 85,5 milliards d'euros, en hausse de 22,5 % par rapport à l'année précédente.

Un fonds, géré par la société Efposte Gestion, représente à lui seul 36,6 % de cet encours global avec 31,3 milliards d'euros (28,3 milliards d'euros en 2003).

¹ Rapport annuel COB 1998, page 124.

Répartition des OPCVM bénéficiant d'une procédure allégée au 31 décembre 2004 par catégorie

CLASSIFICATION	NOMBRE DE FONDS	ENCOURS AU 31/12/2004 (EN MILLIARDS D'€)	RÉPARTITION DES ENCOURS EN %
Actions françaises	1	0,0	0 %
Actions de pays de la zone euro	16	0,8	0,9 %
Actions des pays de la Communauté européenne	5	0,8	1 %
Actions internationales	32	1,4	1,6 %
Obligations et titres de créance libellés en euro	83	7,2	8,4 %
Obligations et titres de créance internationaux	24	35,3	41,3 %
Monétaire euro	29	11,9	13,9 %
Monétaire à vocation internationale	2	0,1	0,1 %
Diversifié	388	27,4	32,1 %
Garanti ou assorti d'une protection ⁽¹⁾	35	0,6	0,7 %
TOTAL	615	85,5	100 %

Source : AMF

4 Les fonds communs d'intervention sur les marchés à terme (FCIMT)

Au 31 décembre 2004, 36 fonds communs d'intervention sur les marchés à terme étaient en activité après la création de 10 nouveaux FCIMT en 2004 et 3 dissolutions, alors que 29 ⁽²⁾ FCIMT étaient en activité en 2003. L'encours total des FCIMT s'élève à 733,4 millions d'euros contre 971,9 millions d'euros en 2003. Un seul fonds a un encours supérieur à 100 millions d'euros.

La performance moyenne de l'ensemble des FCIMT s'est établie à - 0,96 % avec toutefois une grande disparité entre les fonds puisque le FCIMT le plus performant affiche une performance de 30,2 % tandis que le moins performant voit sa valeur liquidative chuter de 49,1 %. Un tiers des FCIMT terminent l'année 2004 avec une performance positive.

Répartition des FCIMT en fonction de leur encours

EN MILLIONS D'€	ENCOURS			TOTAL
	> 100 M€	ENTRE 10 ET 100 M€	< À 10 M€	
Nombre de FCIMT en 2004	1	14	21	36
Encours cumulé au 31/12/2004	172,4	485,7	75,3	733,40
Nombre de FCIMT en 2003	3	11	14	29
Encours cumulé au 31/12/2003	485,9	436,0	50,0	971,9

Source : AMF

¹ En cours de basculement.

² Chiffre rectifié.

4 LES PRESTATAIRES DE SERVICES, LES PRODUITS D'ÉPARGNE ET LES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

5 Les autorisations de commercialisation d'OPCVM de droit étranger

Au 31 décembre 2004, 3 139 OPCVM ou compartiments coordonnés agréés au sein d'un des États de l'Espace économique européen bénéficient d'une autorisation de commercialisation en France délivrée par l'AMF. Trois cent quinze de ces fonds n'ont pas de compartiments et 239 sont des OPCVM à compartiments comportant en moyenne 12 compartiments par fonds.

On note en 2004 une forte diminution du nombre des autorisations de commercialisation : 254 recensées contre 402 au cours de l'année 2003. La répartition par pays d'origine montre toujours la prédominance du Luxembourg (70 %) et le maintien de l'Irlande en deuxième position (24 %). Le Royaume-Uni et la Belgique se partagent les 6 % restant.

B L'évolution des encours

Pour la deuxième année consécutive, l'encours des OPCVM à vocation générale augmente, en partie grâce à un effet prix parallèle à l'évolution positive des marchés actions mais aussi du fait d'une augmentation sensible de la collecte. Hors fonds nourriciers, l'encours des OPCVM à vocation générale s'établit à 936,5 milliards d'euros contre 843,6 milliards d'euros fin 2003, soit une hausse de 11 %.

Si l'on tient compte de l'encours des OPCVM nourriciers, le montant total de l'actif net des OPCVM à vocation générale s'établit à 1 006,5 milliards d'euros, contre 909,4 milliards d'euros au 31 décembre 2003, soit une augmentation de 10,7 %.

Le nombre d'OPCVM enregistrés en 2004 est resté stable par rapport à 2003. Au 31 décembre 2004, on compte 7 908 OPCVM à vocation générale⁽¹⁾ répartis entre 965 SICAV et 6 943 FCP. Par rapport à 2003, le nombre de SICAV diminue de 143 et leurs encours de 16,9 %. Les FCP, quant à eux, voient leur nombre augmenter de 145 unités, ils représentent 88 % des produits offerts et 75 % de l'encours total des OPCVM à vocation générale.

Répartition des OPCVM (hors nourriciers) par catégorie

ENCOURS (EN MILLIARDS D'€)	AU 31/12/2003			AU 31/12/2004			VARIATION DE L'ENCOURS EN %
	ENCOURS	RÉPARTITION EN %	NOMBRE D'OPCVM	ENCOURS	RÉPARTITION EN %	NOMBRE D'OPCVM	
▶ OPCVM (hors OPCVM nourriciers)							
OPCVM « Action »	148,6	17,6 %	1 763	175,4	18,7 %	1 712	18 %
OPCVM « Obligation »	158,0	18,8 %	1 178	181,7	19,4 %	1 218	15 %
OPCVM « Monétaire »	280,6	33,2 %	465	304,4	32,5 %	455	8,5 %
OPCVM de fonds alternatifs	-	-	-	10,0	1,1 %	126	-
Fonds à formule	-	-	-	54,7	5,8 %	732	-
OPCVM « Diversifié »	198,2	23,5 %	2 960	209,7	22,4 %	2 942	5,8 %
OPCVM « Garanti »	58,2	6,9 %	898	0,6	0,1 %	36	- 99 %
TOTAL	843,6	100,0 %	7 264	936,5	100,0 %	7 221	11 %

Source : AMF

¹ Y compris OPCVM nourriciers.

1 L'analyse selon la classification des OPCVM

L'année 2004 est marquée, quelle que soit la classe d'actifs étudiée, par une augmentation des encours globaux.

On note tout d'abord un basculement quasi systématique des anciens OPCVM classés garantis ou assortis d'une protection⁽¹⁾ dans la nouvelle classification fonds à formule dans la mesure où en 2003 plus de 90 % de ces derniers faisaient l'objet d'une garantie en capital à l'échéance.

S'agissant des OPCVM actions, la tendance à l'internationalisation des portefeuilles semble se poursuivre puisque 72,5 % de leur encours sont constitués d'actions des pays de la Communauté européenne, actions de pays de la zone euro ou actions

internationales. La part des portefeuilles investie dans la catégorie actions françaises baisse de 8,6 %. On note en parallèle une légère progression de la part des OPCVM actions dans l'encours global des OPCVM, de 17,6 % en 2003 à 18,7 % en 2004.

Le faible niveau des taux d'intérêt et la reprise des marchés actions ces deux dernières années sont probablement à l'origine d'un effet de ré-allocation des portefeuilles puisque depuis 2002, la part des OPCVM monétaires ne cesse de diminuer. En 2004, leur encours représentait 32,5 % de l'encours global des OPCVM contre 33,3 % en 2003 et 35,2 % en 2002.

Dans le même temps, les OPCVM obligataires continuent de voir leur encours augmenter ; ceux-ci représentaient 181,7 milliards d'euros en 2004 contre 158 milliards d'euros en 2003 et 142,4 milliards en 2002.

Répartition des OPCVM par catégorie en fonction de leur encours depuis 2002

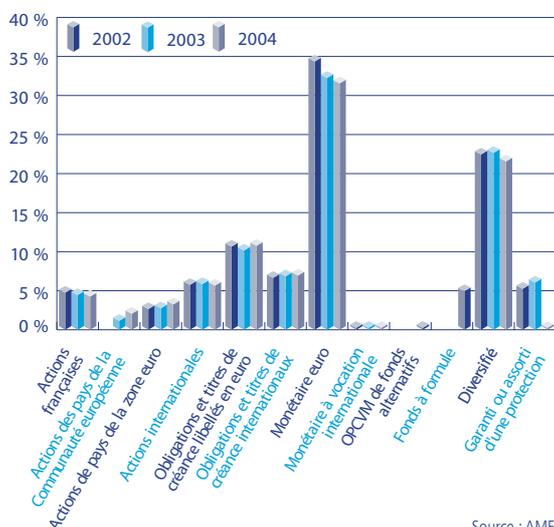
ENCOURS (EN MILLIARDS D'€)	AU 31/12/2002		AU 31/12/2003		AU 31/12/2004	
	ENCOURS EN %	RÉPARTITION EN %	ENCOURS EN %	RÉPARTITION EN %	ENCOURS EN %	RÉPARTITION EN %
▶ OPCVM (hors OPCVM nourriciers)						
Actions françaises	42,3	5,6 %	44,8	5,3 %	48,2	5,1 %
Actions des pays de la Communauté européenne	4,4	0,6 %	30,6	3,6 %	27,6	2,9 %
Actions de pays de la zone euro	26,0	3,5 %	56,1	6,7 %	38,8	4,1 %
Actions internationales	49,1	6,6 %	17,1	2,0 %	60,8	6,5 %
Obligations et titres de créance libellés en euro	86,4	11,5 %	93,2	11,1 %	108,4	11,6 %
Obligations et titres de créance internationaux	56,0	7,5 %	64,8	7,7 %	73,3	7,8 %
Monétaire euro	263,5	35,2 %	279,4	33,1 %	303,3	32,4 %
Monétaire à vocation internationale	1,2	0,2 %	1,2	0,1 %	1,0	0,1 %
OPCVM de fonds alternatifs	-	0,0 %	-	0,0 %	10,0	1,1 %
Fonds à formule	-	0,0 %	-	0,0 %	54,7	5,8 %
Diversifié	174,8	23,3 %	198,2	23,5 %	209,7	22,4 %
Garanti ou assorti d'une protection	45,9	6,1 %	58,2	6,9 %	0,6	0,1 %
TOTAL	749,6	100,0 %	843,6	100,0 %	936,5	100,0 %

Source : AMF

¹ Cette classification a été supprimée par l'instruction COB de novembre 2003 relative au prospectus complet des OPCVM.

4 LES PRESTATAIRES DE SERVICES, LES PRODUITS D'ÉPARGNE ET LES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

Répartition des OPCVM par catégorie



Source : AMF

1 L'impact de la taille des OPCVM

Traditionnellement, la gestion pour compte de tiers française est caractérisée par un nombre important d'OPCVM aux encours parfois très faibles :

- les OPCVM ayant une capitalisation inférieure à 10 millions d'euros représentent environ 27 % du nombre total des OPCVM et moins de 1 % de l'encours total. Par rapport à 2003, leur nombre a baissé de 11 % ;

- à l'opposé, les OPCVM dont l'actif est supérieur à un milliard d'euros représentent 2 % du nombre total des OPCVM et 46 % de l'encours total. Parmi ces véhicules, les OPCVM classés « monétaires euros » représentent à eux seuls 25 % de l'encours total des OPCVM et 1 % du nombre total des OPCVM ;

- concernant plus particulièrement les OPCVM diversifiés, on constate qu'environ 74 % des fonds de la classification et environ 29 % des OPCVM à vocation générale gèrent moins de 15 % de l'encours de la classification et 3 % de celui des OPCVM.

Répartition des OPCVM par classification en fonction de la taille de leur encours (y compris nourriciers)

Classification des OPCVM	> 1 MM		[0,5-1] MM		[0,1-0,5] MM		[50-100] M		[10-50] M		< 10 M		TOTAL GÉNÉRAL	
	NBRE	ENCOURS	NBRE	ENCOURS	NBRE	ENCOURS	NBRE	ENCOURS	NBRE	ENCOURS	NBRE	ENCOURS	NBRE	ENCOURS
Actions françaises	8	14,6	15	11,2	69	15,6	52	3,9	132	3,4	93	0,5	369	49,2
Actions de pays de la zone euro	4	11,1	15	10,9	64	12,8	53	3,6	132	3,3	95	0,3	363	42,0
Actions des pays de la communauté européenne	3	6,2	11	7,2	50	9,2	36	2,5	119	2,7	71	0,4	290	28,2
Actions internationales	2	4,3	16	10,6	146	29,9	151	10,6	314	8,4	240	1,2	869	65,0
Obligations et titres de créance libellés en euro	17	29,7	21	12,9	231	49,5	160	10,9	360	8,7	211	0,7	1 000	112,4
Obligations et titres de créance internationaux	7	46,7	7	4,6	76	15,5	68	4,8	124	3,2	41	0,1	323	74,9
Monétaire euro	92	250,7	63	47,3	187	43,7	75	5,1	137	3,6	79	0,3	633	350,7
Monétaire à vocation internationale	0	0,0	0	0,0	4	0,7	6	0,3	4	0,1	3	0,0	17	1,1
OPCVM de fonds alternatifs	1	1,0	2	1,1	26	4,9	31	2,2	63	1,6	34	0,1	157	10,9
Fonds à formule	0	0,0	6	3,6	151	31,5	143	10,6	348	9,4	102	0,6	750	55,7
Diversifié	26	44,6	47	31,2	421	86,0	321	22,3	1 146	27,1	1 140	4,6	3 101	215,8
Garanti ou assorti d'une protection	0	0,0	0	0,0	1	0,1	2	0,1	23	0,4	10	0,0	36	0,6
TOTAL	160	408,9	203	140,6	1 426	299,4	1 098	76,9	2 902	71,9	2 119	8,8	7 908	1 006,5
En % du TOTAL	2,0 %	40,6 %	2,6 %	14 %	18 %	29,8 %	13,9 %	7,6 %	36,7 %	7,1 %	26,8 %	0,9 %	100 %	100 %

Source : AMF

C Les principales évolutions de l'offre de gestion collective

1 Les fonds à formule

Les fonds à formule sont des OPCVM dont l'objectif de gestion vise, à l'échéance d'une période de détention déterminée, la délivrance mécanique d'une performance prédéfinie en fonction de paramètres de marché (évolution d'un indice, d'un panier d'actions, etc.).

Avec 54,7 milliards d'euros et 750 fonds en activité, cette catégorie d'OPCVM est celle qui a le plus progressé ces trois dernières années.

Le rendement de ces placements reposant sur une formule mathématique plus ou moins complexe, ce n'est pas la qualité de la gestion au cours de la vie de l'OPCVM qui doit déterminer le choix d'investissement du souscripteur mais ses anticipations des paramètres de marché inclus dans la formule proposée.

Au cours de l'année, l'AMF a porté une attention particulière aux documents commerciaux de ce type d'OPCVM en veillant notamment à ce que l'information communiquée aux souscripteurs potentiels soit la plus lisible possible.

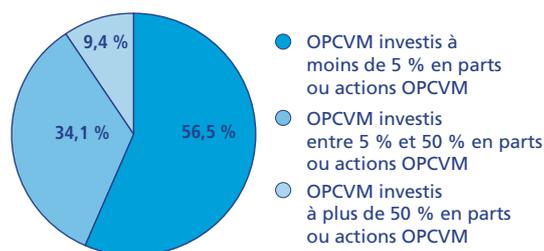
L'AMF a ainsi systématiquement demandé que les documents d'information de ces produits comportent l'avertissement suivant : « l'OPCVM (...) est construit dans la perspective d'un investissement sur la durée totale de la formule et donc d'une sortie à la (aux) date(s) d'échéance indiquée(s). Une sortie de l'OPCVM à une autre date s'effectuera à un prix qui dépendra des paramètres de marché ce jour-là [et après déduction des frais de rachat de ... %]. Le souscripteur prend donc un risque en capital non mesurable *a priori* s'il est contraint de racheter ses parts en dehors de(s) la date(s) prévue(s). »

2 Les OPCVM investissant dans d'autres OPCVM

Les OPCVM de droit français peuvent investir, depuis 1998, la totalité de leur actif dans d'autres OPCVM français ou dans des OPCVM bénéficiant de la procédure de reconnaissance mutuelle prévue par la directive 85/611/CEE.

Avec le développement de la multigestion, le nombre d'OPCVM investissant plus de 50 % de leur actif dans d'autres fonds a considérablement augmenté depuis leur création, représentant aujourd'hui 20,8 % du nombre total des OPCVM avec 1 500 produits et 9,4 % de l'encours global des OPCVM généraux.

Répartition de l'encours des OPCVM d'OPCVM



Source : AMF

3 Les OPCVM maîtres et nourriciers

Le recours à des OPCVM nourriciers permet aux prestataires de la gestion de réaliser des économies d'échelle et de commercialiser auprès de publics différents plusieurs OPCVM nourriciers, fonds juridiquement indépendants, eux-mêmes investis, en totalité et de façon permanente, dans un même OPCVM appelé maître.

Au 31 décembre 2004, on dénombre 577 OPCVM maîtres représentant un encours de 209,4 milliards d'euros⁽¹⁾ soit 20,8 % de l'encours total des OPCVM à vocation générale, contre 18,3 % en 2003, année où l'on comptait 501 OPCVM maîtres pour un encours de 166,2 milliards d'euros. Ces chiffres confirment la tendance d'un fort accroissement du nombre d'OPCVM maîtres et de leurs encours ces dernières années (respectivement 15,2 % et 26 % en un an), en forte hausse pour la quatrième année consécutive.

Parallèlement, on comptabilise 696 OPCVM nourriciers pour un encours de 71,6 milliards d'euros (contre 642 OPCVM nourriciers pour un encours de 65,8 milliards d'euros au 31 décembre 2003). À l'instar des OPCVM maîtres, le nombre des OPCVM nourriciers, de même que leurs encours, sont en augmentation (respectivement de 8,4 % et de 8,8 % en une année).

¹ Les OPCVM maîtres ne sont pas uniquement réservés aux OPCVM nourriciers.

4 LES PRESTATAIRES DE SERVICES, LES PRODUITS D'ÉPARGNE ET LES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

Les fonds nourriciers représentent aujourd'hui 7,1 % de l'encours global des OPCVM généraux, un pourcentage quasi similaire à celui de l'année 2003. La totalité de l'encours des OPCVM nourriciers étant intégrée dans l'encours des OPCVM maîtres, seul ce dernier est compté dans l'encours global des OPCVM à vocation générale afin d'éviter les doubles comptages.

En 2004, le rapport entre le nombre de fonds nourriciers et celui des fonds maîtres est de 1,2. On assiste depuis plusieurs années au développement de ces OPCVM qui permettent de bénéficier d'effets de taille au niveau des OPCVM maîtres, et ce notamment dans la gestion monétaire. La possibilité de créer, depuis le 1^{er} avril 2004, des catégories de parts différentes au sein d'un même OPCVM devrait logiquement à l'avenir amener les prestataires à se reporter vers ce type de montage plutôt qu'à utiliser les OPCVM nourriciers.

4 Les OPCVM de fonds alternatifs

Les OPCVM de fonds alternatifs sont des fonds investis à plus de 10 % dans d'autres OPCVM (français ou étrangers) mettant en œuvre des stratégies dites « alternatives », c'est-à-dire une gestion décorrélée des indices de marché. Bien qu'existant en France depuis de nombreuses années, ce n'est qu'après la publication de l'instruction COB de novembre 2003 relative au prospectus complet des OPCVM, et un long travail de clarification avec la profession, que les OPCVM de fonds alternatifs ont été définis par une classification particulière.

Cette nouvelle catégorie d'OPCVM, qui ne représentait qu'environ 1,6 milliard d'euros pour 42 fonds début 2000, est en forte progression puisqu'au 31 décembre 2004, on dénombre 157 OPCVM représentant un encours de 10,9 milliards d'euros.

Ces OPCVM pouvant présenter une liquidité moindre que d'autres types d'OPCVM font l'objet d'une réglementation particulière. Pour pouvoir les gérer et les commercialiser, les sociétés de gestion doivent ainsi au préalable faire approuver par l'AMF un programme d'activité spécifique, présentant notamment les modalités de leur gestion (sélection et suivi des fonds alternatifs) et les outils de maîtrise de leurs risques. Un avertissement spécifique est en outre inséré dans le prospectus de ces OPCVM sur la liquidité restreinte de ces fonds et le fait qu'ils sont avant tout destinés

à des investisseurs qui ne requièrent pas une liquidité immédiate de leur placement.

5 Les OPCVM indiciels

Les OPCVM indiciels sont des produits dont l'objectif de gestion correspond à l'évolution d'un indice d'instruments financiers. Parmi ce type d'OPCVM, il existe des OPCVM indiciels cotés qui, tout en ayant pour objectif de répliquer les variations d'un indice prédéterminé, peuvent être achetés ou vendus en bourse tout au long de la journée de cotation, comme des titres « classiques ». Dans ce cas et lorsque leur indice de référence est un indice européen, leur prix ne peut s'écarter de plus ou moins 1,5 % de leur valeur liquidative indicative.

Les caractéristiques des indices éligibles à ce type d'OPCVM ont été définies par le II de l'article 16 du décret n° 89-623. Ils doivent respecter trois principes⁽¹⁾ : leur composition doit être suffisamment diversifiée, l'indice doit constituer un étalon représentatif du marché auquel il se réfère et le mode d'établissement et de diffusion de cet indice doit être satisfaisant.

199 OPCVM indiciels étaient en activité au 31 décembre 2004 représentant un encours de 23,2 milliards d'euros contre 190 produits en 2003 totalisant un encours de 17,2 milliards d'euros.

6 Les OPCVM à compartiments

Chaque OPCVM peut comporter un ou plusieurs compartiments, qui donnent lieu à l'émission d'une catégorie d'actions ou de parts représentatives des actifs de l'OPCVM qui sont attribués à ce compartiment. Il s'agit de permettre la juxtaposition, dans le cadre d'une même structure juridique (SICAV ou FCP) et sous une même dénomination, de plusieurs portefeuilles avec possibilité de passage d'un compartiment à l'autre. Un même OPCVM peut ainsi avoir des orientations de gestion différentes et diversifier l'offre de placement à la clientèle en réalisant des économies d'échelle.

La loi de sécurité financière ayant conforté ce type de produits en établissant le principe d'indépendance financière des différents compartiments d'un même fonds, on a assisté en 2004, à une nette augmentation de ce type de structure.

¹ Pour plus de précisions, voir Revue mensuelle AMF n° 6 de septembre 2004.

On dénombre ainsi, au 31 décembre 2004, 73 OPCVM à compartiments représentant un encours de 8,2 milliards d'euros répartis entre 241 compartiments, soit en moyenne un peu plus de 3 compartiments par OPCVM, contre 30 OPCVM et 130 compartiments au 31 décembre 2003 pour un encours de 6,6 milliards d'euros.

En termes d'encours, les OPCVM à compartiments privilégient les actions internationales et les actions européennes⁽¹⁾ qui représentent respectivement 51,2 % et 25,6 % de l'encours total.

Par rapport au nombre total de compartiments, on constate que ceux classés diversifiés représentent 42,7 % du total avant les compartiments actions internationales à 20,3 %.

4 L'épargne salariale

A Les évolutions réglementaires

1 Le plan d'épargne pour la retraite collectif (PERCO)

a) Les modalités d'application du PERCO

L'année 2004 a vu la mise en place d'un nouvel outil d'épargne salariale, le plan d'épargne pour la retraite collectif (PERCO). Instauré par la loi n° 2003-775 du 21 août 2003 portant réforme des retraites, il donne aux épargnants salariés et aux entreprises la possibilité d'utiliser les outils de l'épargne salariale en vue de la préparation d'un complément de retraite.

Le PERCO ne peut proposer que des FCPE relevant de l'article L. 214-39 du code monétaire et financier, c'est-à-dire des fonds « diversifiés ». En outre, ces FCPE ne peuvent en aucun cas détenir plus de 5 % de titres de l'entreprise ou d'une entreprise liée au sens de l'article L. 444-3 du code du travail. Il doit être proposé aux adhérents à ce plan au moins trois FCPE ayant des orientations de gestion différentes. Il peut, selon son règlement, prévoir deux modes de sortie, l'un sous forme de rente viagère et l'autre en capital avec des modalités de conversion en rente des sommes épargnées.

Le décret n° 2004-400 du 7 mai 2004 a fixé les modalités concernant les droits de déblocage anticipé ou non des sommes investies.

b) Une substitution au plan partenarial d'épargne salariale volontaire (PPESV)

En créant le PERCO, le législateur a en parallèle organisé la disparition du PPESV. Jusqu'au 31 décembre 2004, un PERCO pouvait être mis en place dans l'entreprise par avenant au PPESV. À défaut, les versements effectués par les bénéficiaires sur ce plan se sont arrêtés le 31 décembre 2004. Les sommes figurant dans un PPESV doivent être transférées avant le 22 août 2006, selon le choix des participants. À défaut de choix exprimé, les sommes sont transférées dans le plan présentant la durée la plus courte.

2 L'adoption d'une nouvelle instruction

L'AMF a adopté, le 25 janvier 2005, l'instruction n° 2005-05 relative aux OPCVM d'épargne salariale pour tenir compte des dernières évolutions réglementaires et de la pratique. Parmi les évolutions les plus notables, on peut citer notamment :

a) La création d'une nouvelle classification « FCPE ou SICAVAS à formule »

Afin de tenir compte des évolutions de la pratique, il a été décidé de créer une nouvelle classification intitulée « FCPE ou SICAVAS à formule ». Les principes de cette classification s'inspirent de ceux de la classification des OPCVM à vocation générale. Cette classification intégrera les FCPE à effet de levier.

¹ Incluant les compartiments actions de pays de la zone euro et actions des pays de la Communauté européenne.

4 LES PRESTATAIRES DE SERVICES, LES PRODUITS D'ÉPARGNE ET LES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

b) Une nouvelle présentation des frais de gestion

La présentation des frais de gestion reprend le modèle applicable à la présentation des frais exigé pour les OPCVM à vocation générale. Seront ainsi présentés dans les notices d'information et les règlements des fonds : les frais de fonctionnement et de gestion à la charge du fonds, les frais de fonctionnement et de gestion à la charge de l'entreprise, les frais de transaction (frais d'intermédiation et commissions de mouvement) qui jusqu'à présent n'étaient pas indiqués, et, le cas échéant, les frais de fonctionnement et de gestion indirects.

c) Quelques précisions

Le texte apporte par ailleurs un certain nombre de précisions par rapport à l'instruction COB du 17 juin 2003 qui portent, notamment, sur les règles de représentation des membres du conseil de surveillance pour les fonds multi-entreprises (modalités de mise en place d'un mandat), les règles à mettre en place en cas de sur-souscription dans le cadre d'une augmentation de capital réservée aux salariés, le rappel de la responsabilité de la nomination de l'expert indépendant dans le cadre de la détermination de la méthode de valorisation des titres non admis aux négociations sur un marché réglementé à la charge de l'entreprise, la périodicité de l'expertise des titres de créance non cotés de l'entreprise et les informations à communiquer aux porteurs en cas de fusion ou de scission.

B Les OPCVM d'épargne salariale (FCPE et SICAVAS)

1 Les agréments délivrés

En 2004, l'AMF a agréé 174 nouveaux fonds communs de placement d'entreprise (FCPE) contre 272 en 2003

et la transformation de 1 779 FCPE existants contre 2 073 en 2003.

Au cours de cette année, 450 FCPE ont fait l'objet d'une fusion, contre 375 en 2003. Au 31 décembre 2004, le nombre de FCPE était de 3 197, contre 3 352 au 31 décembre 2003. Il existe une SICAV d'actionnariat salarié (SICAVAS) en activité.

Comme au cours de l'année 2003, le nombre de fusions et de transformations est resté très élevé. Le nombre important de fusions s'explique notamment par une rationalisation des gammes de fonds visant à supprimer ceux qui présentent des encours modestes au profit de fonds multi-entreprises. Ce phénomène déjà remarqué l'année dernière s'est trouvé renforcé par les débloquages anticipés massifs intervenus au cours des cinq derniers mois de l'année, autorisés par la loi de soutien à la consommation et à l'investissement du 29 juillet 2004.

Sur les 3 197 FCPE recensés, 2 355 sont des fonds réservés aux salariés d'une entreprise ou d'un groupe et 842 sont des fonds multi-entreprises.

2 L'évolution et la répartition des encours

L'encours global des FCPE est passé de 56,02 milliards d'euros fin 2003 à 56,92 milliards d'euros au 31 décembre 2004, soit un maintien des encours après la hausse de 18 % réalisée au cours de l'année 2003.

Ce chiffre s'explique notamment par la mesure autorisant les débloquages anticipés exceptionnels. Selon différentes estimations, environ 7 milliards d'euros ont été débloqués entre le 1^{er} juillet et le 31 décembre 2004.

Évolution des versements et des rachats dans les FCPE entre 2000 et 2004

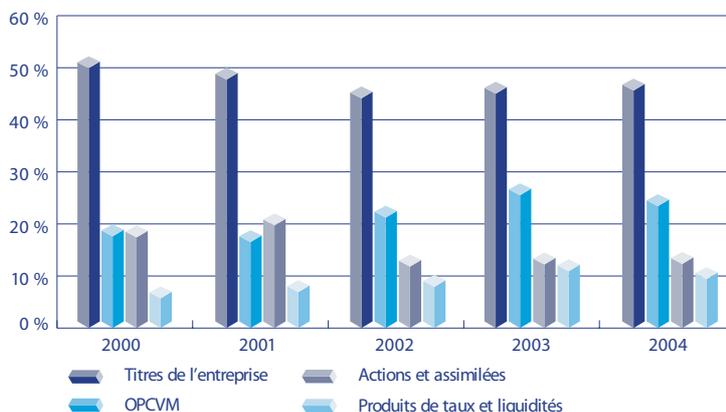
	2000		2001		2002		2003		2004	
	M€	%	M€	%	M€	%	M€	%	M€	%
VERSEMENTS ET RACHATS FCPE										
Réserve spéciale de participation	3 040	36,2	3 648	45,6	3 532	44,5	3 493	43,6	3 738	42,3
Versements des salariés et intéressement	4 580	54,6	3 397	42,5	3 454	43,6	3 533	44,2	3 876	43,9
Versements complémentaires	775	9,2	956	11,9	944	11,9	978	12,2	1 224	13,8
TOTAL des versements bruts	8 395	100,0	8 001	100,0	7 930	100,0	8 004	100,0	8 838	100,0
TOTAL des rachats	8 254	98,3	7 764	97,0	7 024	88,6	8 157	101,9	16 011	181,2
Souscriptions nettes	141		237		906		- 153		- 7 173	

Répartition des encours des FCPE par type d'instruments financiers

	2000	2001	2002	2003	2004
ÉVOLUTION DES ACTIFS NETS (EN MILLIARDS D'EUROS)					
Titres de l'entreprise dont :	28,6	26,6	22,0	26,5	27,0
- actions cotées	24,2	22,0	17,5	21,7	22,5
- actions non cotées	2,5	2,8	2,6	2,8	2,5
- obligations	1,8	1,8	1,9	2,0	2
OPCVM	10,9	10,0	12,5	14,8	14,4
Actions et assimilées	10,8	11,7	7,5	7,7	8,7
Produits de taux et liquidités	4,4	4,9	5,4	7,0	6,8
Actif net	54,78	53,19	47,43	56,02	56,92

Source : AMF

Répartition des encours des FCPE



Source : AMF

5 Le capital investissement

A Les évolutions réglementaires

Le régime des FCPR et des FCPI a été réformé par la loi de finances pour 2005⁽¹⁾. Trois dispositions principales sont à souligner :

- la possibilité offerte aux FCPR et, dans certaines conditions aux FCPI, d'investir au titre du quota d'investissement en titres non cotés et dans la limite de 20 % de leur actif dans des titres émis par des entreprises ayant une capitalisation boursière inférieure à 150 millions d'euros en anticipation de la disparition programmée du Nouveau marché ;
- le relèvement de 500 salariés à 2000 salariés du seuil maximum pour les entreprises éligibles aux quotas d'investissement des FCPI de manière à alléger les contraintes pesant sur les choix d'investissement de ces produits grand public ;

- la possibilité offerte aux FCPI d'investir dans des *holdings* de participations non cotées.

B Les OPCVM de capital investissement (FCPR, FCPI et FIP)

1 Les agréments délivrés

Au cours de l'année 2004, 13 sociétés ont reçu un agrément en qualité de société de gestion de portefeuille limité au capital investissement parmi lesquelles 6 ont reçu un agrément limité aux FCPR réservés aux investisseurs qualifiés. Deux sociétés ont obtenu une extension d'agrément leur permettant de gérer des fonds d'investissement de proximité.

Après un tassement en 2003, année au cours de laquelle seules 5 sociétés avaient reçu un agrément en qualité de société de gestion de portefeuille limité au

¹ Article 38 de la loi n° 2004-1484 du 30 décembre 2004.

4 LES PRESTATAIRES DE SERVICES, LES PRODUITS D'ÉPARGNE ET LES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

capital investissement, le nombre d'agrément délivrés cette année a atteint un niveau comparable à celui de 2002.

Au 31 décembre 2004, il existait 514 FCPR en activité dont 144 fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) et 31 fonds d'investissement de proximité (FIP), contre 445 FCPR au 31 décembre 2003.

En 2004, 31 fonds communs de placement à risques bénéficiant d'une procédure allégée ont fait l'objet d'une déclaration auprès de l'AMF et 51 créations de fonds communs de placement à risques ont été agréées contre 34 l'an dernier.

La nette augmentation des agréments de création de FCPR s'explique par le lancement de nombreux fonds d'investissement de proximité. 26 fonds de cette catégorie ont été créés en 2004 contre 5 en 2003. Cette hausse ne s'est pas faite au détriment de la création de nouveaux FCPI, le nombre de FCPI agréés cette année étant stationnaire, 23 contre 24 en 2003.

La création des FIP, par la loi n° 2003-721 du 1^{er} août 2003 pour l'initiative économique, aura donc entraîné une certaine redynamisation de l'activité du capital investissement.

En 2004 et dans la continuité des exigences posées en 2003, une attention particulière a été portée à l'amélioration de l'information communiquée aux porteurs, au travers notamment :

- d'une meilleure définition de l'orientation de gestion des produits (titres cotés et non cotés) ;
- d'un avertissement sur l'affichage des niveaux d'investissement dans les fonds créés lors des trois années précédentes par une même équipe de gestion.

Il a par ailleurs dû être rappelé que les prestataires de conseil ne sont pas habilités à faire des actes de gestion.

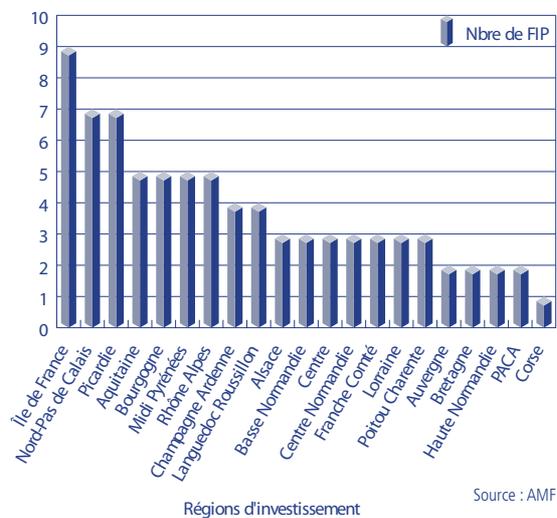
2 L'évolution et la répartition des encours

La somme totale de l'actif net sous gestion dans les véhicules de capital investissement s'élevait au 31 décembre 2004 à 12,53 milliards d'euros, soit une hausse de 15,9 % par rapport à l'année précédente (10,81 milliards d'euros au 31 décembre 2003).

En 2004, les libérations d'engagements de souscription ont représenté 3,88 milliards d'euros et les fonds nouvellement créés ont collecté 1,25 milliard d'euros (dont 182 millions d'euros pour les FCPI et 36 millions d'euros pour les FIP). Tous types de FCPR confondus, les produits créés en 2004 totalisaient une levée de fonds de 6,29 milliards d'euros.

Les FIP sont des véhicules d'investissement destinés au financement en région de petites et moyennes entreprises. Chacun d'entre eux doit définir dans son règlement la ou les deux ou trois régions dans lesquelles il investit. Le graphe ci-dessous recense pour chaque région le nombre de FIP en activité au 1^{er} janvier 2005.

Répartition des FIP par régions d'investissement



6 Les sociétés civiles de placement immobilier

A La création des OPCI

À l'occasion de l'examen par le Sénat du projet de loi de simplification du droit, un amendement autorisant le gouvernement à créer par ordonnance un organisme de placement collectif en immobilier (OPCI) dans un délai maximal de six mois a été adopté.

Ce projet répond à une demande des professionnels qui souhaitent pouvoir disposer d'un nouveau véhicule d'investissement comportant des règles de gestion qui pourraient être comparables à celles régissant les fonds d'investissement dans l'immobilier allemand⁽¹⁾.

Dans cette perspective, un groupe de travail a été constitué par la direction générale du Trésor et de la politique économique (DGTPE), regroupant les professionnels des SCPI (ASPIM)⁽²⁾, de la gestion collective (AFG)⁽³⁾, des sociétés d'assurance (FFSA)⁽⁴⁾ et l'AMF.

En 2005, ce groupe de travail aura à éclairer la DGTPE sur le régime juridique, les règles d'investissement et de fonctionnement de ce nouveau véhicule qui devront être précisées dans l'ordonnance, et indiquer les conditions dans lesquelles les SCPI seront intégrées dans ce nouveau dispositif.

Le statut fiscal de l'OPCI sera défini dans une prochaine loi fiscale.

B L'évolution des sociétés civiles de placement immobilier (SCPI)

Au 31 décembre 2004, il existait 45 sociétés de gestion exerçant une activité de gestion de SCPI.

1 La collecte et l'encours

La collecte brute, s'est élevée en 2004 à 1 197,1 millions d'euros, contre 1 022,5 millions d'euros en 2003⁽⁵⁾.

En 2004, 42 SCPI ont, par voie d'augmentation de capital, collecté 909,6 millions d'euros, contre 826 millions d'euros en 2003.

Dans un contexte immobilier toujours favorable malgré un repli de l'immobilier professionnel, la collecte nette sur parts de SCPI s'est maintenue à un niveau élevé, dans la continuité de l'exercice 2003 : 10 % par rapport à 2003. Ce constat positif doit toutefois être nuancé :

- le montant en valeur absolue reste très marginal comparé à l'encours (8 %) ;
- cette collecte reste très concentrée. Elle est à 30 % réalisée par des SCPI appartenant à un même groupe.

Par ailleurs, le montant des cessions 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 287,5 millions d'euros, contre 196,5 millions d'euros en 2003.

La capitalisation totale des SCPI, obtenue en multipliant le nombre de parts par le prix de la part au 31 décembre 2004 s'élève à 11,5 milliards d'euros, contre 10,3 milliards d'euros fin 2003.

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 (5,1 milliards contre 4 milliards en 2003) le prix de souscription et, pour les SCPI à capital fixe « fermées » (6,4 milliards contre 6,2 milliards en 2003), le dernier prix d'exécution du marché secondaire.

2 La politique d'investissement

Les acquisitions réalisées en 2004 par les SCPI représentent un montant de 665,5 millions d'euros, contre 886,4 millions en 2003 et ont porté pour 50 % sur de l'immobilier de bureaux situés pour 26 % en région parisienne.

Cette année, sept SCPI s'inscrivant dans le dispositif fiscal prévu par la loi urbanisme et habitat du 2 juillet 2003 ont été créées afin d'investir en immobilier résidentiel. Cinq d'entre elles ont collecté 161,5 millions d'euros, soit 18 % de la collecte et disposent d'un

¹ Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften, KAGG.

² Association professionnelle des sociétés civiles de placement immobilier.

³ Association française de la gestion financière.

⁴ Fédération française des sociétés d'assurances.

⁵ Chiffre rectifié.

4 LES PRESTATAIRES DE SERVICES, LES PRODUITS D'ÉPARGNE ET LES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

délai de dix-huit mois à compter de la clôture de l'augmentation de capital pour effectuer leurs acquisitions. Deux seulement ont au 31 décembre 2004 effectivement investi pour un montant de 34 millions.

L'AMF s'est attachée à mettre en exergue les risques spécifiques afférents à cette catégorie de placement en exigeant l'apposition systématique d'un avertissement relatif au manque de liquidité du produit et aux risques de perte en capital qui pourraient résulter d'une dégradation du marché de l'immobilier résidentiel sur la période de placement.

3 Le marché secondaire

a) Les parts en attente de revente à fin 2004

À fin 2004, 95 000 parts sont en attente de revente et représentent 0,26 % de la totalité des parts de SCPI, contre 0,35 % à fin 2003.

La diminution du stock de parts en attente de revente en fin d'année traduit, cette année encore, l'intérêt des investisseurs pour ce type de produit.

b) L'activité du marché secondaire au cours de l'année

Au cours de cette année, 886 000 parts ont été échangées, contre 697 000 parts en 2003, ce qui représente 2,3 % de la totalité des parts, contre 2 % en 2003.

c) L'évolution du prix des parts

65 SCPI à capital fixe fermées ont vu leur prix augmenter en moyenne de 12 %, tandis que 11 ont connu une baisse en moyenne de 6 %. Pour 20 SCPI à capital variable ou fixe en période d'augmentation de capital, le prix de souscription a augmenté en moyenne de 4,4 % contre 4 % en 2003.

4 Les opérations concernant les SCPI

En 2004, l'AMF a délivré 31 visas à des SCPI contre 45 en 2003 :

- 8 à l'occasion de l'ouverture au public d'une SCPI ;
- 10 autres en raison de mises à jour de note d'information consécutives à des augmentations de capital de SCPI à capital fixe ;
- 13 dans le cadre de mises à jour résultant de la mise en place du dispositif d'échanges de parts.

Au 31 décembre 2004, le nombre de SCPI existantes s'élevait à 139, un nombre quasiment identique à celui de 2003.

Aucune fusion de SCPI ne s'est opérée au cours de l'année 2004, marquant la fin du fort mouvement de concentration des SCPI observé en 2000 et 2001.

Les dissolutions se poursuivent; elles ont concerné 9 SCPI contre 13 en 2003.

À fin 2004, 55 SCPI sont en cours de dissolution.

7 Les autres véhicules

A Les fonds communs de créances

1 L'évolution du cadre juridique

La loi de sécurité financière a introduit des modifications significatives en matière de titrisation en sécurisant notamment le fonctionnement des fonds communs de créances (FCC) par la création d'un compte spécial d'affectation, et en élargissant les fonctionnalités des FCC (émission de titres de créance, recours à des dérivés de crédit, gestion plus dynamique des actifs, régime des cessions de créances).

Le décret n° 2004-1255 du 24 novembre 2004 a défini :

- les conditions de conservation par le cédant des créances cédées à un FCC et les conditions de contrôle par le dépositaire : le décret limite la responsabilité du dépositaire en permettant de faire peser sur le cédant la responsabilité de la conservation physique des contrats et autres supports liés aux créances cédées ;
- les FCC peuvent désormais émettre des titres de créance négociables, et des obligations de droit français ou étranger, sous réserve d'émettre au minimum de 2 parts ;
- le 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 ;
- les critères minimum auxquels les sociétés de gestion doivent répondre pour pouvoir recourir à la gestion active des créances et des instruments financiers à terme, le décret renvoyant la mise en application au règlement général de l'AMF ;
- la notion de stratégie de gestion pour les FCC, offrant ainsi la voie à une gestion active du risque de crédit (l'achat ou la vente de créances ou d'instruments financiers à terme pouvant être à la discrétion de la société en charge de la gestion du FCC).

Les dispositions du règlement général de l'AMF seront publiées avant la fin du premier semestre 2005 après

consultation des professionnels de la titrisation et de la gestion d'actif.

L'introduction de la notion de stratégie de gestion officialise la transformation du FCC en un véritable instrument de gestion active, statique ou dynamique, du risque de crédit. Le FCC ne sera peut-être plus uniquement un outil de pilotage bilantiel mais pourra à l'avenir devenir un produit d'épargne alternatif créé à la demande d'investisseurs en recherche d'un rendement décorrélé des indices traditionnels.

2 Les émissions des fonds communs de créances

Au cours de l'année 2004, 33 fonds communs de créances et compartiments ont été créés (contre 27 en 2003) parmi lesquels 4 ont fait l'objet d'un appel public à l'épargne (contre 3 en 2003).

Ces FCC ont émis 13,9 milliards d'euros (contre 12,3 en 2003), dont 6,4 milliards d'euros dans le cadre d'un appel public à l'épargne (FCC « publics ») (contre 3,5 en 2003).

3 Les fonds et compartiments enregistrés et leurs opérations

L'AMF a enregistré, en 2004, 2 FCC dont 1 à compartiment. Le premier fonds résulte d'une d'opération de type *whole business securitization*⁽¹⁾ permettant à une société de se doter d'une source de financement pérenne pour ses activités de location de camions. Les parts émises par ce FCC ont représenté 420 millions d'euros.

Le deuxième fonds, à compartiments, a vocation à accueillir des créances résultant de crédits immobiliers accordés à des particuliers. Ce fonds a la particularité d'être le premier FCC à avoir émis des obligations (pour un montant de 1 750 millions d'euros).

L'AMF a par ailleurs enregistré le troisième compartiment de deux fonds créés en 2001. Les parts émises par ces deux compartiments ont représenté respectivement un montant de 350 millions d'euros et de 1 000 millions d'euros.

¹ Titrisation des revenus provenant de l'ensemble de l'activité d'une société.

4 LES PRESTATAIRES DE SERVICES, LES PRODUITS D'ÉPARGNE ET LES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

Enfin, un fonds commun de créances enregistré par la Commission des opérations de bourse en 2002, doté de la faculté d'émettre des parts en cours de vie, a procédé à deux émissions de parts en contrepartie de créances résultant des prêts immobiliers, pour un montant total de 2 871 millions d'euros.

L'ensemble de ces opérations (6 au total) a fait l'objet d'un visa en vue de l'admission aux négociations des parts à la bourse de Paris.

4 Les encours

Au 31 décembre 2004 il existe 182 FCC (contre 179 fin 2003) représentant un encours global de 76,2 milliards d'euros (contre 62,1 milliards fin 2003), dont 18,7 milliards d'euros (soit 24,5 %) correspondent aux 38 FCC ayant fait l'objet d'un appel public à l'épargne (contre 18 milliards d'euros (soit 29 %) et 60 FCC fin 2003).

Par ailleurs, l'AMF a octroyé l'agrément à une société de gestion de FCC au cours de l'année 2004.

B Les sociétés pour le financement de l'industrie cinématographique et audiovisuelle (SOFICA)

L'AMF a délivré 18 visas en 2004 contre 10 en 2003, à l'occasion de constitutions et d'augmentations de capital de SOFICA par appel public à l'épargne.

Une SOFICA n'a pu être constituée faute d'avoir pu recueillir en temps voulu le montant minimal des souscriptions fixé par les fondateurs (3 millions d'euros) qui s'étaient engagés dans ce cas à rembourser aux investisseurs les sommes collectées.

Le Ministère de l'économie, des finances et de l'industrie a donc réparti le montant de l'émission prévu (4 millions d'euros) entre 7 SOFICA qui étaient en cours de collecte. Ces majorations de capital ont donné lieu à la délivrance de 7 visas complémentaires de la part de l'AMF.

Les 11 SOFICA ont collecté 46 millions d'euros, montant en hausse de 9,5 % par rapport à 2003 où la collecte était égale à 41 millions d'euros. Six d'entre elles disposent d'un mécanisme de garantie de rachat.

C Les sociétés pour le financement de la pêche artisanale (SOFIPÊCHE)

Ces sociétés anonymes ont pour objet exclusif l'achat en copropriété de navires de pêche exploités de façon directe et continue par des artisans pêcheurs ou des sociétés de pêche artisanale répondant à certaines conditions.

Elles bénéficient du dispositif de déduction fiscale prévu par l'article 27 de la loi n° 97-1051 du 18 novembre 1997 sur la pêche maritime et les cultures marines.

Le régulateur a délivré 8 visas en 2004 contre 4 en 2003, à l'occasion de la constitution de SOFIPÊCHE par appel public à l'épargne.

Les montants recueillis auprès du public s'élèvent à 12,5 millions d'euros, contre 6 en 2003.

Pour chacune des SOFIPÊCHE constituées, des garanties de rachat ont été accordées par des établissements bancaires ; elles portent soit sur les actions de la SOFIPÊCHE soit sur les parts de copropriété de navires que détient la SOFIPÊCHE.

D Les sociétés d'épargne forestière

La société d'épargne forestière a été introduite par la loi d'orientation sur la forêt du 9 juillet 2001 dans le cadre d'un important dispositif d'incitations financières à l'intérieur duquel figurent des dispositions encourageant les investissements forestiers.

Malgré la mise en place du décret d'application n° 2003-82 du 29 janvier 2003, du règlement COB n° 2003-05 et de son instruction d'application de novembre 2003, aucune société de gestion de SEF n'a été agréée au 31 décembre 2004⁽¹⁾.

E Les biens divers

En 2004, l'AMF 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.

¹ À la date de la rédaction du présent rapport, l'AMF a délivré un agrément le 25 janvier 2005 à la société forestière de la Caisse des dépôts et consignations.

8 Les infrastructures de marché

Dans un contexte de poursuite de la concentration des activités des infrastructures de marché en Europe, l'exercice 2004 a été particulièrement riche en projets, harmonisations, modifications et adaptations.

Les travaux d'évaluation de ces évolutions ont été conduits par les autorités françaises en coordination étroite avec les régulateurs britanniques, belges, néerlandais et portugais, en charge du contrôle des groupes concernés.

S'agissant des infrastructures de compensation, rappelons tout d'abord la réalisation, le 2 janvier 2004, du rapprochement entre les chambres de compensation française et britannique.

Ce rapprochement, qui avait été approuvé par le CMF les 23 juillet et 23 décembre 2003, s'est traduit dans la pratique par :

- l'adoption, par les chambres de compensation française et britannique, des dénominations commerciales LCH.Clearnet SA et LCH.Clearnet LTD ;
- le rattachement de ces deux chambres de compensation à la *holding* commune de droit britannique dénommée LCH.Clearnet Group LTD. Parce qu'elle dispose en France du statut de compagnie financière au sens des directives bancaires européennes, cette société britannique est cependant soumise au contrôle prudentiel consolidé exercé par la Commission bancaire française ;
- la constitution d'une équipe managériale pour l'ensemble du groupe ainsi que le développement, à brève échéance au niveau de la *holding*, d'un suivi des risques pour les membres compensateurs communs aux deux chambres de compensation, en plus du suivi qui continuera à être réalisé indépendamment sous l'entière responsabilité de LCH.CLEARNET SA et de LCH.CLEARNET Ltd. ces dernières poursuivant pleinement et individuellement l'exercice de leurs propres activités de chambre de compensation.

Concernant les infrastructures de règlement-livraison, il convient de noter la restructuration du groupe

Euroclear, approuvée par l'AMF le 20 juillet 2004 et réalisée le 1^{er} janvier 2005.

Pour ce qui concerne les marchés, bien qu'ils n'aient pas eu d'impact sur l'exercice 2004, il convient d'évoquer les projets d'offres sur le *London Stock Exchange* annoncés au cours du mois de décembre.

A Activité et régulation d'Euronext

1 La réglementation des ordres à cours moyens pondérés dits « VWAP »

L'AMF s'est prononcée favorablement, le 16 novembre 2004, à la demande d'approbation par Euronext Paris d'une modification de ses règles harmonisées (Livre I).

Le premier volet apporte des modifications mineures aux dispositions générales, rendues nécessaires par la migration technique des marchés de dérivés d'Amsterdam vers la plate-forme de négociation commune à tous les autres marchés de dérivés du groupe Euronext, LiffeConnect, réalisée en novembre 2004.

Le second volet a complété les règles de négociation des titres sur les marchés au comptant néerlandais, belge, portugais et français d'Euronext, consignées dans le chapitre IV des dispositions harmonisées (livre I) en introduisant un nouveau type d'ordre au cours moyen pondéré du marché, dit « VWAP »⁽¹⁾. À l'instar des ordres de blocs et des applications, cet ordre est un ordre de marché réglementé, dont la passation s'effectue en dehors du carnet d'ordres central. Ce type d'ordre est particulièrement demandé par les investisseurs institutionnels et notamment les sociétés de gestion cherchant à se prémunir des variations de cours importantes sur des marchés volatils. L'introduction de ce nouveau type d'ordre a été examinée par l'AMF en concertation étroite avec les autorités néerlandaises, belges et portugaises, conformément au protocole de coopération qu'elles ont conclues en mars 2001.

Parallèlement à l'introduction de l'ordre VWAP en tant qu'ordre de marché réglementé, le règlement général de l'AMF a été modifié afin de permettre la réalisation

¹ Value weighted average price.

LES PRESTATAIRES DE SERVICES, LES PRODUITS D'ÉPARGNE ET LES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

de tels ordres à cours moyen pondéré également sur les marchés de gré à gré, par dérogation au principe de centralisation des ordres sur les marchés réglementés. En cohérence avec ce principe, l'autorisation d'exécuter des ordres au prix moyen pondéré en dehors des marchés réglementés est soumise à une double condition de montant minimal de la transaction et de cours de référence retenu. La transaction doit être d'un montant supérieur ou égal à 500 000 euros et le cours moyen pondéré retenu pour la période de référence doit s'inscrire dans une fourchette de plus ou moins 1 % du prix moyen pondéré des transactions constatées, pour le titre concerné, sur le marché réglementé et durant la période de temps de référence.

2 La réforme de la cote

Le 14 juin 2004, Euronext Paris a annoncé les grandes lignes de son projet de réforme de la cote. Cette réforme, dont les objectifs sont l'amélioration de la lisibilité de la cote et la création d'un cadre plus favorable pour le développement des valeurs moyennes, s'articule autour de deux principales mesures : la création le 21 février 2005 d'un marché réglementé unique et le lancement, au cours du premier semestre 2005, d'un marché organisé mais non-réglementé, baptisé Alternext.

À l'issue d'une réflexion qui a débuté dès l'été 2003 dans le cadre d'un groupe de place, et partant du double constat que les valeurs moyennes (sociétés dont la capitalisation boursière est inférieure à 1 milliard d'euros) représentaient une part prépondérante de la cote et que les évolutions réglementaires liées à la mise en œuvre du plan d'action pour les services financiers de la Commission européenne rendaient opportune l'unification de la cote, Euronext Paris a décidé de mettre en place une liste unique dénommée *Eurolist by Euronext* (« Eurolist») le 21 février 2005. Eurolist est un marché unique qui regroupe les sociétés qui étaient cotées sur les Premier, Second et Nouveau marchés. Il est ainsi doté de critères uniques d'admission et d'obligations d'information identiques pour toutes les sociétés.

La création d'Eurolist s'est accompagnée d'un certain nombre de mesures destinées à faciliter la lisibilité et le développement de ce marché :

- la mise en place d'une classification, répartie en trois groupes, assise sur la capitalisation des émetteurs (supérieure à 1 milliard d'euros, comprise entre 1 milliard et 150 millions d'euros, inférieure à 150 millions d'euros) ;
- l'adaptation de la gamme des indices avec notamment la création de nouveaux indices de valeurs moyennes, la modification des indices technologiques, la création d'un indice large ;
- la création du label d'expert en petites et moyennes valeurs, assorti d'une obligation de suivi en analyse financière d'une soixantaine de sociétés et de publication d'une analyse annuelle actualisée (semestriels, événements significatifs, etc.).

Le deuxième volet de cette réforme de la cote consiste en la mise en place d'Alternext. L'objectif de ce nouveau marché, qui ne sera pas un marché réglementé, est d'offrir de nouvelles opportunités de financement aux entreprises européennes. Dans ce but, Alternext sera doté de conditions d'admission simplifiées par rapport aux marchés réglementés. Les règles d'organisation de ce marché imposeront néanmoins des obligations d'information aux émetteurs dont les titres seront négociés sur ce marché. De son côté, l'AMF, en concertation avec Euronext Paris, a décidé d'étendre à ce marché les dispositions du livre VI du règlement général relatives à l'interdiction de manipuler le cours et à l'abstention d'utiliser une information privilégiée.

Par ailleurs, Euronext Paris n'a prévu aucun changement dans les règles d'organisation du Marché libre, qui ne sera ni un marché organisé ni un marché réglementé.

B Activité et régulation de LCH.Clearent SA

Au cours de l'exercice 2004, l'AMF a approuvé :

- a) le 2 mars, le remplacement de la plate-forme technique « ISB »⁽¹⁾ par *Settlement Connect* et l'introduction à Paris des « Participants de Règlement » et des « Participants de Livraison », et les modifications

¹ ISB (anciennement dénommée Inter Sociétés de Bourses) est aujourd'hui la plate-forme technique reliant LCH.Clearent SA à ses adhérents compensateurs

et à Euroclear France. La chambre de compensation utilise cette plate-forme pour intégrer les opérations compensées dans les systèmes de règlement-

livraison d'Euroclear France et d'Euroclear Bank.

subséquentes apportées au Titre IV des règles de la chambre de compensation (ce Titre regroupant les dispositions applicables à la compensation des instruments financiers français).

Les modifications apportées aux règles relevaient essentiellement de mises à jour ainsi que de l'introduction d'un appel de marge complémentaire de « de-compensation » en raison d'un risque additionnel résultant de la répartition du règlement-livraison des titres sur plusieurs « Adresses de règlement-livraison » et donc au « découplage » entre le règlement-livraison effectué et les « Positions Ouvertes » nettes sur la base desquelles sont calculées et appelées les marges applicables aux adhérents de la chambre de compensation ;

b) le 16 mars, la migration des instruments dérivés portugais sur Clearing 21 ⁽¹⁾, et les modifications apportées aux Titres I et VI des règles de la chambre de compensation.

Cette migration s'est traduite par la suppression de la quasi-totalité des articles contenus dans le Titre VI qui regroupait les dispositions relatives à la compensation des dérivés portugais. La compensation de ces instruments est, depuis, régie par les dispositions du Titre I, communes à l'ensemble des instruments d'Euronext à Paris, Amsterdam, Bruxelles et Lisbonne ;

c) le 1^{er} avril, la modification apportée à l'article 1.7.2.3 du Titre I des règles de fonctionnement de LCH. Clearnet SA résultant du non-renouvellement de la police d'assurance souscrite par l'intermédiaire de Chubb France. Le même jour, l'AMF a approuvé le déploiement de la plate-forme technique *Settlement Connect* en Belgique et les modifications subséquentes apportées aux Titres III et IV des règles de la chambre de compensation ;

d) le 16 avril, le déploiement de *Settlement Connect* aux Pays-Bas, en remplacement du système « CNS » utilisé pour intégrer les opérations compensées dans les systèmes de règlement-livraison d'Euroclear Nederland ⁽²⁾ et les modifications subséquentes du Titre II de ses règles, lequel comprend les dispositions applicables aux Unités de Compensation néerlandaises ;

e) le 17 mai, l'extension des activités de LCH.Clearnet SA à la compensation des valeurs

mobilières néerlandaises exécutées sur le LSE et les modifications subséquentes des Titres I et II de ses règles de fonctionnement, lesquels regroupent les dispositions applicables, respectivement, à tous les adhérents de la chambre de compensation, et aux instruments néerlandais ;

f) le 8 juin, la candidature d'un nouveau directeur du département audit et contrôle interne de la chambre de compensation, en vue de l'obtention de la carte professionnelle en qualité de responsable du contrôle des adhérents de la chambre de compensation et de responsable du contrôle déontologique de la chambre de compensation et de ses collaborateurs ;

g) lors de la même séance, le texte du protocole d'accord relatif à la coordination de la supervision du groupe LCH.Clearnet SA en vue de sa signature par l'ensemble des autorités françaises, néerlandaises, belges, et britanniques compétentes concernées ;

h) le 19 octobre, les modifications apportées aux Titres I, III, IV et V des règles de la chambre de compensation. Outre quelques précisions et clarifications, ces modifications comportaient notamment l'introduction, dans l'article 5.3.0.1, d'un alinéa précisant le moment où les transactions reçues par les systèmes de la chambre de compensation devenaient irrévocables.

C Activité et régulation d'Euroclear France

Au cours de ce même exercice, l'AMF a également approuvé :

a) lors de ses séances des 15 avril et 21 septembre, le projet de mise en œuvre d'un « fonds mutuel » de garantie et de « garanties individuelles » visant à sécuriser la filière révocable de RGV2 ainsi que les modifications subséquemment apportées aux règles de fonctionnement du système ;

b) le 20 juillet, le changement d'actionnaire direct d'Euroclear France et les modifications apportées à ses ressources techniques, humaines et financières à l'occasion de la restructuration envisagée de l'ensemble du groupe. Cette restructuration s'est traduite dans la pratique par :

¹ Plate-forme technique utilisée aujourd'hui par LCH.Clearnet SA pour la compensation des valeurs mobilières et des dérivés français, néerlandais, belges et portugais.

² Dépositaire central néerlandais intégralement détenu par Euroclear Bank.

LES PRESTATAIRES DE SERVICES, LES PRODUITS D'ÉPARGNE ET LES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

- la création de la société de droit belge Euroclear SA, nouvelle maison mère des dépositaires centraux britanniques, néerlandais, et français, ainsi que de la banque belge Euroclear Bank ;
- le transfert, vers Euroclear SA et ses succursales, d'un certain nombre de fonctions supports telles le développement, l'exploitation, et la fourniture de services informatiques, l'audit, la gestion financière et des risques, le département juridique, celui des ressources humaines, la gestion des produits, la définition du modèle économique et l'harmonisation. Euroclear SA n'ayant pas vocation, en tant que prestataire de services internes au groupe, à adopter elle-même le statut de dépositaire central ou de gestionnaire de système de règlement-livraison d'instruments financiers, cette restructuration n'a entraîné aucune modification des règles de fonctionnement du système de règlement-livraison RELIT Grande Vitesse 2 (RGV2) ni de celles du dépositaire central ;

c) le 23 décembre, l'extension de la procédure de découpage initiée par Euroclear France au sein de la filière irrévocable du système de règlement-livraison d'instruments financiers RGV2, et l'introduction subséquente du nouvel article 6-46 dans les règles de fonctionnement du système.

D Les projets d'offres sur le *London Stock Exchange (LSE)*

Le 13 décembre 2004, la direction de *Deutsche Börse* (DBAG) a annoncé un projet d'offre non sollicitée sur le *London Stock Exchange* (LSE). L'initiative valorisait l'entreprise de marché britannique à environ 1,95 milliard d'euros. Le projet de la DBAG, dont le contenu a été détaillé le 27 janvier 2005, prévoyait des synergies potentielles de l'ordre de 100 millions d'euros.

En réaction à l'annonce de DBAG, la direction du LSE a rapidement fait connaître son rejet, jugeant insuffisant le prix proposé et incertaines les perspectives de mise en œuvre du projet. Dans son communiqué, le LSE a toutefois fait part de sa disponibilité pour une poursuite des discussions avec la DBAG.

Le 20 décembre 2004, le groupe Euronext a confirmé étudier une éventuelle contre-offre sur le LSE. Son contenu a été présenté, le 9 février 2005, sans

indication de prix. Ce projet chiffre les synergies potentielles à hauteur de 200 millions d'euros. Son initiateur y met l'accent sur les complémentarités entre le marché au comptant du LSE et des dérivés du *Liffe*, déjà contrôlé par le groupe Euronext. Il s'appuie également sur le maintien des infrastructures londoniennes de compensation et de règlement-livraison existantes.

Le 5 mars 2005, la direction de *Deutsche Börse* a annoncé le retrait de son projet d'offre sur le LSE tout en se réservant la possibilité d'une offre ultérieure en cas d'initiative concurrente, notamment d'Euronext.

À la date de rédaction du présent rapport, aucun projet d'offre n'est encore parvenu à son terme. Outre les surenchères possibles des concurrents, les positions des autorités de la concurrence, principalement à l'échelon national, sont également susceptibles d'influencer le périmètre ultime des projets. À cet égard, il convient de noter la décision de l'*Office of Fair Trading* (OFT) britannique, en date du 29 mars 2005, de renvoyer les projets concurrents d'Euronext et de DBAG à l'examen de la *Competition Commission*. Cette dernière devrait faire connaître ses conclusions le 12 septembre 2005. Conformément au communiqué de l'OFT annonçant cette saisine, l'analyse de la Commission de la concurrence britannique devrait accorder une attention particulière à l'impact potentiel des différents projets sur les infrastructures de compensation et de règlement-livraison.

L'AMF qui n'a pas à se prononcer en opportunité sur les offres susceptibles d'être formulées par deux entreprises cotées sur des marchés réglementés européens examine néanmoins de façon approfondie leurs répercussions éventuelles pour la place de Paris. Elle veillera à ce que toute entreprise gérant un marché réglementé français dispose des moyens et de l'organisation adéquate dans notre pays. Dans ce domaine, l'Autorité a poursuivi sa coopération avec les régulateurs du groupe Euronext, parmi lesquels figure la *Financial Services Authority* britannique, conformément aux accords de supervision coordonnée des marchés conclus en 2001 et 2003. Elle a notamment contribué à la mise en place d'un groupe d'analyse conjoint de ce dossier d'offre publique dont les travaux devraient se poursuivre au cours des mois prochains.

5

CHAPITRE

La surveillance et la discipline des marchés

- 172 **1** L'évolution réglementaire
- 174 **2** La surveillance des marchés
- 176 **3** Le contrôle des prestataires de services d'investissement
- 181 **4** Les enquêtes
- 184 **5** Les transmissions à d'autres autorités en 2004

5 LA SURVEILLANCE ET LA DISCIPLINE DES MARCHÉS

La protection des épargnants consiste à mener quotidiennement une action vigilante afin de s'assurer du bon fonctionnement du marché, de l'égalité de traitement des investisseurs et de la transparence de l'information qu'ils reçoivent.

En 2004, l'AMF a poursuivi sa mission de surveillance des marchés d'instruments financiers français ainsi que de toute personne intervenant sur ces marchés. Pour mener à bien cette mission, elle dispose de moyens performants et travaille en coordination avec les autres autorités chargées du contrôle des professions bancaires et financières ⁽¹⁾.

En matière de contrôle *a posteriori*, l'AMF conduit des contrôles et des enquêtes sous l'autorité du secrétaire général. Pour ce faire, l'AMF s'appuie sur trois services qui assurent :

- la surveillance des marchés : surveillance des transactions et des comportements des opérateurs, afin de détecter d'éventuelles anomalies dans le fonctionnement des marchés ;
- les contrôles sur pièces et sur place des prestataires de services d'investissement, y compris des sociétés de gestion, afin de s'assurer qu'ils respectent les règles qui s'appliquent à leur profession ;
- les enquêtes, qui portent le plus souvent sur des infractions boursières constatées sur les marchés.

En sus de ses moyens propres, l'AMF peut recourir à des corps de contrôle extérieurs pour accomplir sa mission : l'entreprise de marché, le dépositaire central, la Commission bancaire ou des cabinets d'experts.

Le présent chapitre relate les activités de contrôle *a posteriori* menés par l'AMF en 2004.

Bilan de la surveillance et de la discipline des marchés en 2004

Nombre de situations de marchés examinées	1 560
Nombre de contrôles sur place auprès de prestataires de services d'investissement lancés en 2004	125
Nombre d'enquêtes ouvertes	83

Source : AMF

1 L'évolution réglementaire

Le Livre VI du règlement général de l'AMF traite des manquements boursiers. Comme il a été dit au chapitre III, les obligations d'information du marché par les émetteurs relèvent du livre II ⁽²⁾.

Le Livre VI résulte pour l'essentiel de la transposition des directives abus de marché. Afin de favoriser les opérations financières transnationales et de réduire, dans cette perspective, le risque juridique inhérent à une transposition plus fidèle à l'esprit qu'à la lettre des textes communautaires, l'AMF a pris le parti de s'écarter le moins possible de la version française des directives.

En outre, le contenu des règlements de la COB n^{os} 90-04, 90-08 et 98-07 a été partiellement repris soit

pour préciser que le Livre VI s'applique, sauf dispositions particulières, à toute personne physique ou morale ou toute entité, soit pour fixer, en application du règlement communautaire sur le rachat d'actions, les « fenêtres négatives » ou périodes d'abstention, soit pour garder le champ d'application étendu du manquement de fausse information (appel public à l'épargne).

Enfin, des dispositions nouvelles ont été introduites pour tenir compte des spécificités du comportement des investisseurs français (référence au cours d'ouverture) et des modalités de négociation de certains titres (fixage seul).

¹ Banque de France, Commission bancaire, Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, Commission de contrôle des assurances, des mutuelles

et des institutions de prévoyance.

² Voir supra chapitre III page 92.

5 LA SURVEILLANCE ET LA DISCIPLINE DES MARCHÉS

Ce Livre VI comprend trois titres :

Le titre I^{er} traite des dispositions générales, c'est-à-dire de son champ d'application (article 611-1) et des pratiques de marché admises (articles 612-1 à 612-4). Le manquement d'initié s'applique aux instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé et à ceux dont la valeur dépend d'un tel instrument financier. La manipulation de cours ne vise que la première catégorie. Le règlement précise les critères minimaux que le régulateur doit prendre en considération et la procédure qu'il doit suivre pour instituer et conserver les pratiques de marché qu'il admet (consultations nationales et internationales, motivation, publication, révision périodique).

Le titre II concerne les opérations d'initié. Son chapitre I^{er} définit l'information privilégiée par sa précision, son caractère non public et l'influence sensible qu'elle serait susceptible d'avoir sur les cours, puis adapte cette définition aux produits dérivés sur produits de base et aux intermédiaires chargés de l'exécution des ordres (articles 621-1 à 621-3). Le chapitre II traite des obligations d'abstention, c'est-à-dire des interdictions d'exploiter une information privilégiée, et précise la qualité et la situation des personnes tenues de respecter cette obligation (articles 622-1 et 622-2).

Le titre III, dans son chapitre I^{er}, concerne la manipulation de cours. L'article 631-1 énumère les pratiques qui constituent une telle manipulation. Les articles 631-2 et 631-3 donnent une liste indicative et non exhaustive de critères d'appréciation utiles au régulateur. Enfin, l'article 631-4 reprend la possibilité pour l'Autorité de demander, dans le cadre d'un contrôle ou d'une enquête, la justification publique d'un ordre transmis sur le marché.

Les articles 631-5 à 631-10 traitent des exemptions aux obligations d'abstention, c'est-à-dire des autorisations d'adopter des comportements qui, autrement, pourraient être considérés comme manipulateurs, à l'occasion de programmes de rachat ou d'opérations de stabilisation.

Ces articles doivent être lus à la lumière des dispositions du règlement n° 2273/2003 de la Commission européenne, qui fixent les objectifs et modalités à respecter. Ainsi les programmes de rachat doivent

avoir pour objectif l'annulation des actions acquises, la couverture de plans d'options ou de titres de créance convertibles ou un objectif défini dans le cadre d'une pratique de marché admise. En outre, ces programmes doivent respecter des conditions de prix, de volume, de calendrier (exclusion des périodes appelées « fenêtres négatives ») et de comportement de l'émetteur (ne pas vendre directement ses actions propres ; ne pas intervenir pendant le différé de publication d'une information privilégiée).

L'AMF, dans ses deux décisions du 22 mars 2005, a reconnu les deux pratiques de marché suivantes : l'acquisition d'actions propres aux fins de conservation et de remise ultérieure en paiement ou en échange dans le cadre d'opérations de croissance externe, et les contrats de liquidité établis conformément à une nouvelle charte de déontologie élaborée par l'AFEI et publiée au BALO du 1^{er} avril 2005.

Par ailleurs, outre l'obligation d'informer le marché des principales caractéristiques du programme de rachat préalablement à sa mise en œuvre, le règlement européen introduit une nouvelle obligation de publication du détail des opérations au plus tard le septième jour de bourse suivant leur date d'exécution.

Le titre III, dans son chapitre II, comporte un article unique (632-1) consacré au manquement aux obligations d'information. Les comportements proscrits sont, d'une part, la communication et, d'autre part, la diffusion faite sciemment d'informations susceptibles de donner au marché des indications inexactes, imprécises ou trompeuses.

Deux cas particuliers sont traités : celui des personnes qui prendraient des positions sur un instrument financier puis émettraient un avis sur celui-ci et tireraient parti de l'évolution du cours qui s'ensuivrait sans révéler le conflit d'intérêts qui caractérise un tel comportement, et celui des journalistes. Dans le cas où les informations délivrées par ces derniers leur procurent un avantage ou un profit, ils sont assujettis à la règle commune. Autrement, la communication ou la diffusion faite par eux doit être évaluée en tenant compte des règles professionnelles qui leur sont applicables. La nature et le contenu de ces règles font l'objet d'une concertation menée par les pouvoirs publics avec les représentants de la profession.

2 La surveillance des marchés

Composée d'une équipe de 15 experts des marchés, le département de la surveillance des marchés a la responsabilité de la surveillance automatisée du comportement des opérateurs ainsi que des anomalies qui se produisent sur les marchés et qui peuvent résulter d'éventuels délits ou manquements (diffusion de fausse information, opération d'initié, manipulation de cours, non-déclaration de franchissement de seuil, escroquerie sur les produits de taux, etc.). Les anomalies détectées sont analysées puis peuvent faire l'objet d'une enquête⁽¹⁾ ou d'un contrôle⁽²⁾ auprès d'un prestataire de services d'investissement.

La surveillance porte sur près de 1 000 sociétés cotées et autant de prestataires de services d'investissement ainsi que sur l'ensemble des instruments financiers négociés à la bourse de Paris.

L'activité de la surveillance des marchés a été très soutenue en 2004 et s'est accompagnée d'une réorganisation des outils nécessaires à cette mission.

Sur le plan technique, la COB et le CMF disposaient d'outils (respectivement SMF⁽³⁾ et SCAN⁽⁴⁾) 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.

Le système SCAN dispose en ligne, dans sa base, de l'historique d'une année glissante. Ceci correspondait à fin 2004, à 194 millions d'ordres et 51 millions de transactions transmis par l'entreprise de marché ainsi qu'à 13 millions d'opérations déclarées par 322 prestataires de services d'investissement, dont 92 en direct et 230 sous mandat, *via* le système de *reporting* direct des transactions (RDT).

Le système SMF possède l'ensemble des transactions sur les marchés d'actions et de dérivés depuis 1991 et des données de règlement-livraison depuis 1999. Le contrôle en différé est le module statistique intégré à SMF qui, sur la base d'un ensemble de 72 tests, fournit quotidiennement un ensemble d'alertes qui sont exploitées par l'équipe du département de la surveillance de marchés.

L'année 2004 a été consacrée en grande partie à la préparation du lancement de la nouvelle application commune dénommée SESAM⁽⁵⁾, fusion de SCAN et SMF.

Les raisons de ce projet de fusion sont multiples :

- fonctionnelle : l'application fusionnée permettra de faire tourner les nombreux tests statistiques hérités de SMF sur un spectre plus large de données venues de SCAN (incluant, par exemple, les transactions de gré à gré), et donc de détecter plus d'infractions ;
- stratégique : l'objectif est d'avoir un système efficace en vue de la mise en place de la nouvelle directive européenne MIF⁽⁶⁾ qui va supprimer l'obligation de concentration des ordres sur le marché réglementé et par conséquent révolutionner la façon de surveiller le marché ;
- économique : entretenir deux applications, qui se nourrissent pour deux tiers des mêmes données, représente un coût significatif. Les économies rendues possibles par la fusion COB-CMF devraient être importantes ;
- logique : aujourd'hui les fournisseurs de données de l'AMF (Euronext, Clearnet et Euroclear France) envoient deux flux de données. Demain, ils n'en enverront plus qu'un, au profit d'une autorité unique.

A La surveillance de l'activité des prestataires

Des développements informatiques ont été réalisés afin de systématiser la surveillance des prestataires de services d'investissement et ainsi repérer de manière automatique les manquements concernant le comportement de ces prestataires. Cette surveillance par prestataire, dévolue historiquement au CMF, vient compléter la surveillance par valeurs qui était l'une des missions premières de la COB.

La surveillance des prestataires a ainsi été orientée en 2004 sur :

- le suivi du bon déroulement des offres publiques : qu'il s'agisse d'une offre publique d'achat ou d'échange, le département de la surveillance s'est attaché à vérifier le respect de la réglementation en vigueur (respect des « Murailles de Chine », interventions du présentateur de l'offre, etc.) ;

¹ Voir *infra* chapitre V pages 181 et suivantes.

³ SMF : Système des Marchés Financiers.

⁴ SCAN : Système de Collecte et d'Analyse.

⁵ Système Expert pour le Suivi des Activités de Marchés.

⁶ Marchés d'Instruments Financiers : directive qui rentrera en application en avril 2006 (voir *supra* chapitre II).

² Voir *infra* chapitre V pages 176 et suivantes.

5 LA SURVEILLANCE ET LA DISCIPLINE DES MARCHÉS

- l'analyse des variations brutales de cours de titres induites par le comportement des prestataires pouvant relever de la manipulation de cours ou de passation d'ordres non conformes à l'intérêt du client ;
- le comportement des apporteurs de liquidité (*Liquidity Providers*) : présence dans le carnet d'ordres, respect des fourchettes, etc. ;
- la détection d'opérations sans justification économique ;
- la justification des prix lorsque les transactions sont effectuées hors marché.

Des cas de déclarations erronées de transactions, de probables *front-running*⁽¹⁾, d'affectation *a posteriori* d'ordres et de diverses manipulations de cours réalisées par des sociétés de gestion ou d'autres prestataires de services d'investissement ont ainsi été signalées par le département de la surveillance au Service des contrôles des prestataires. Ce service analyse les alertes par approfondissement et le cas échéant décide des suites à donner.

B La surveillance des opérations

Grâce à son outil statistique, le département de la surveillance a continué à repérer un nombre significatif d'anomalies de marché qui ont été à l'origine d'ouvertures d'enquêtes. Le département de la surveillance des marchés a été la source de plus de 50 % des enquêtes ouvertes par l'AMF en 2004.

De possibles opérations d'initiés avant l'annonce d'offres publiques ou d'avertissements sur résultats ont ainsi été détectées avant que lesdits événements ne deviennent publics. Le caractère pro-actif de la surveillance a aussi permis de repérer quelques variations de cours importantes réalisées par des investisseurs individuels ou par des sociétés sur leur propre titre.

Enfin, certaines anomalies sur le marché obligataire ont aussi fait l'objet d'investigations poussées justifiant s'il en était besoin les développements d'outils réalisés par la COB et le CMF pour surveiller ce marché.

Ainsi 70 % des sanctions prises par l'AMF en 2004 concernent des anomalies de marché repérées par le département de la surveillance des marchés. Certaines infractions n'auraient pu être détectés sans les outils du département puisqu'ils n'avaient fait l'objet

d'aucune forme de publicité (articles de presse, plainte, offre publique, etc.). Ainsi la manipulation de cours sanctionnée dans le dossier Provalor⁽²⁾, ou les défauts de couverture SRD chez plusieurs prestataires (dossier Banque Transatlantique⁽³⁾ par exemple) ont été mis à jour par la surveillance efficace de l'AMF.

En 2004, 1 560 situations de marché ont été examinées, soit une augmentation de 6 % par rapport à l'année antérieure. Ces situations de marché correspondent à un ensemble d'anomalies sur une valeur ou un prestataire nécessitant de la part du département de la surveillance une analyse et des demandes d'information.

La surveillance des marchés a continué en 2004 à améliorer la performance de ses tests et a effectué plusieurs simulations de *back-testing* sur des cas concrets pour vérifier la pertinence de leurs seuils de déclenchement.

Par ailleurs, la cellule de surveillance de l'Internet a optimisé son outil d'analyse des forums boursiers. Plusieurs cas de propositions d'investissements irréguliers ont ainsi été repérés et ont fait l'objet d'une mise en garde du public. Elle recourt, en effet, à cette procédure lorsqu'elle constate l'existence d'une offre de produits contraires aux lois et règlements (proposition de commercialisation de produits non autorisés ou démarchage par des personnes non habilitées à le faire).

Dans le cadre de la coopération des membres du Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CESR) en matière de surveillance des marchés, l'Autorité des marchés financiers reçoit régulièrement de la part de ses homologues des mises en garde adressées au public concernant des personnes proposant des services d'investissement alors qu'elles ne sont pas autorisées à le faire, ou proposant des produits qui n'ont pas reçu l'agrément du régulateur.

L'Autorité des marchés financiers a décidé de relayer l'ensemble de ces messages en publiant ses communiqués de mise en garde ainsi que ceux de ses homologues membres de CESR.

Au cours de l'année 2004, l'AMF a émis sept mises en garde consultables à partir de son site Internet.

¹ Passage d'ordres pour compte-propre avant l'exécution d'ordres de clients ayant un impact sur le cours.

² Voir infra chapitre VI page 194.

³ Voir infra chapitre VI page 188.

3 Le contrôle des prestataires de services d'investissement

Les activités de contrôle menées par l'AMF portent sur 983 entités régulées (501 sociétés de gestion, 132 entreprises d'investissement⁽¹⁾ (dont 56 dotées du statut de teneur de compte-conservateur), 345 établissements de crédit (dont 317 dotés du statut de teneur de compte-conservateur), 2 teneurs de compte-conservateur^{(2),3} infrastructures de marché).

Pour assurer ses missions de contrôle des prestataires, l'AMF disposait, à fin 2004, sous l'autorité du chef de Service du contrôle des prestataires et des infrastructures de marché d'une vingtaine d'inspecteurs.

Ce service a pour mission de s'assurer du respect de la réglementation par les prestataires relevant de la compétence de l'AMF, d'évaluer l'efficacité de l'organisation et des moyens qu'ils mettent en œuvre, et de vérifier la bonne compréhension de la réglementation AMF.

Le contrôle de ces prestataires et infrastructures de marché s'effectue tant sur pièces que sur place.

A Les contrôles sur pièces

Les contrôles sur pièces consistent en l'analyse d'informations transmises à l'AMF soit de manière systématique soit à sa demande, pour vérifier la conformité à la réglementation. Il inclut des contrôles sur les ordres et les transactions déclarés à l'AMF par l'entreprise de marché et les PSI.

Les principales actions de l'AMF en matière de contrôle sur pièces ont été menées sous les formes suivantes.

1 Les sociétés de gestion

a) Le rapport sur le contrôle interne

Comme pour les autres prestataires, il a été demandé – pour la première fois cette année – aux 464 sociétés de gestion en activité de remettre pour fin octobre 2004 un rapport sur leur programme de contrôle, la démarche générale de contrôle, son organisation et les moyens qu'elles y consacrent. Une grille recensant les dispositions réglementaires applicables aux sociétés de gestion et les services d'investissement qu'elles exercent

leur a été fournie pour la conduite des contrôles en 2004. Les réponses sont en cours d'analyse par l'AMF.

b) Les comptes annuels

La mise au point de la base de données spécifique aux comptes annuels des sociétés de gestion a permis de vérifier la cohérence des données déclaratives qu'elles doivent transmettre annuellement à l'AMF avec les comptes annuels certifiés.

c) Late trading/market timing

À la suite du scandale intervenu aux États-Unis à l'automne 2003 relatif à la mise en évidence, dans des fonds d'investissements américains d'opérations de souscriptions hors délais (*late trading*) et d'arbitrage de valeur liquidative contre le marché (*market timing*), l'AMF, dans le cadre plus large d'une réflexion sur l'évolution de la réglementation des sociétés de gestion et des dépositaires, avait procédé à une revue des OPCVM de droit français. Elle avait alors envoyé un questionnaire à 40 sociétés de gestion les plus importantes par la taille des encours gérés dans la catégorie des OPCVM actions.

L'analyse des pratiques décrites par 34 sociétés de gestion dans le domaine de la valorisation des OPCVM investis en actions et de la comptabilisation des ordres de souscription et de rachat en vue de détecter d'éventuels comportements répréhensibles en matière de *late trading* ou de *market timing* a servi d'étape préliminaire à une série de contrôles sur place pour examiner de plus près le contenu des réponses. Sans attendre le résultat de ces investigations complémentaires, le Collège de l'AMF a adopté et publié, en juillet 2004, une série de recommandations destinées à éviter les risques de manquement en la matière⁽³⁾.

Des contrôles sur pièces ont été menés en relation avec 16 dossiers communiqués à l'AMF par la Commission bancaire et une par la Commission de contrôle des assurances, des mutuelles et des instituts de prévoyance pour des faits susceptibles de constituer des manquements au regard de la réglementation de l'AMF.

¹ Chiffres au 31/12/2004 dont Power next et MTF France qui gèrent tous deux des systèmes multilatéraux de négociation. Article 521-1 du règlement général de l'AMF.

² Article L. 542-1 5° du code monétaire et financier.

³ Revue mensuelle de l'AMF, n° 5 juillet-août 2004.

5 LA SURVEILLANCE ET LA DISCIPLINE DES MARCHÉS

2 Les autres prestataires habilités

a) Les rapports annuels

Les rapports de contrôle des services d'investissement que les prestataires habilités (autres que les sociétés de gestion), de même que l'entreprise de marché, la chambre de compensation et le dépositaire central doivent remettre à l'AMF, en avril, au titre de l'exercice précédent, fournissent un état des lieux et servent à orienter les contrôles sur place. Sur 505 prestataires habilités, 486 ont déclaré exercer des services d'investissement, les 19 autres n'exerçant pas leur habilitation.

Comme précédemment, l'AMF a proposé à ces prestataires, pour l'élaboration du rapport annuel 2003 mentionné à l'article 312-22 du règlement général de l'AMF, 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.

Les services d'investissement et services assimilés les plus exercés sont la réception et la transmission d'ordres pour le compte de tiers pratiquée par 93 % des prestataires, suivie de la tenue de compte conservation (78 %). De nombreux prestataires n'utilisent pas en totalité les agréments dont ils disposent.

D'une année sur l'autre, les rapports témoignent de la mise en place de procédures internes et d'un renforcement des contrôles exercés par les responsables du contrôle interne des services d'investissement (RCSI), ce qui permet une constante amélioration du taux de respect des obligations réglementaires⁽¹⁾.

b) Les contrôles spécifiques

Chaque année, l'AMF organise des contrôles sur des sujets spécifiques.

- La commercialisation des services d'investissement et des produits financiers :
En 2004, l'AMF a demandé aux responsables du contrôle des services d'investissement des prestataires

habilités de lui transmettre un rapport spécifique pour septembre 2004 relatif aux procédures de commercialisation des services d'investissement et des produits financiers. L'analyse des 455 rapports reçus fera l'objet d'une synthèse appelée à être publiée en 2005.

- Les procédures de contrôle de la provision des comptes :

La synthèse⁽²⁾ des rapports spécifiques établis en 2003 traitant des procédures de contrôle de la provision des comptes montre qu'en matière d'exécution d'ordres stipulés à règlement différé (OSRD), le suivi automatisé et rigoureux des risques liés aux OSRD de la clientèle, tant en flux qu'en stock, la mise en place de procédures d'alerte, de mises en garde des clients, et de liquidation des positions concourent à assurer une bonne application des dispositions réglementaires.

Pour ce qui est de la couverture des engagements sur instruments financiers à terme cotés sur un marché réglementé, les règles de couverture et de liquidation des positions semblent appliquées de façon systématique par les prestataires à leurs clients. En revanche, la lecture des rapports a mis en évidence la nécessité de sécuriser les circuits de traitement des ordres de vente au comptant faisant intervenir plusieurs intermédiaires. Le traitement des ordres « directs » (passés directement par des donneurs d'ordres à des négociateurs qui ne sont pas leurs teneurs de compte-conservateurs), ainsi que la contractualisation des relations et les procédures de suivi des comptes débiteurs en titres ouverts par les négociateurs purs auprès de leurs compensateurs doivent être améliorés. Enfin, il n'existe pas aujourd'hui d'obligation pour une société de gestion de contrôler, au moment de la passation d'ordres pour le compte de ses clients, l'existence de la provision ou de la couverture requise.

- La fonction dépositaire :

L'AMF a également analysé le contenu du cahier des charges des 88 dépositaires d'OPCVM en activité⁽³⁾ au regard de l'instruction COB de novembre 1993. Un échantillon représentatif de 18 dépositaires a été contrôlé au moyen d'un questionnaire. Ces travaux ont mis en évidence des lacunes dans le contenu du cahier des charges ; ils révèlent que plusieurs dépositaires d'OPCVM n'effectuent pas certains des

¹ Une synthèse des rapports 2003 a été publiée dans la revue mensuelle de l'AMF, n° 9 de décembre 2004.

² Revue mensuelle de l'AMF, n° 11 de février 2005.

³ Revue mensuelle de l'AMF, n° 11 de février 2005.

contrôles relevant de leurs fonctions ou ne disposent pas de moyens adaptés, en particulier pour apprécier la valorisation de titres spécifiques ou la conformité des stratégies de gestion de certains des OPCVM dont ils sont le dépositaire aux objectifs de gestion. L'AMF a constitué un groupe de travail de place pour moderniser le cadre réglementaire qui s'applique aux dépositaires d'OPCVM.

- La passation des ordres par Internet :
 L'adaptation aux exigences de l'article 321-61 du règlement général de l'AMF des systèmes proposés par les prestataires pour la passation d'ordres par Internet, notamment en ce qui concerne l'identification des opérations inhabituelles et la vérification de la cohérence des ordres, a fait l'objet d'un contrôle⁽¹⁾. Il en ressort que la majorité des prestataires mettent au point un dispositif spécifique pour l'identification des ordres inhabituels et d'alerte des clients, sans toutefois concevoir un système personnalisé en fonction des habitudes de chaque client.

- L'exercice des droits de vote :
 L'évaluation des procédures des principaux dépositaires d'OPCVM et teneurs de compte-conservateurs pour faciliter l'exercice du droit de vote par leurs clients a montré que, d'une part, certains proposent des prestations personnalisées à leur clientèle et, d'autre part, de grandes différences existent dans les délais de traitement des intentions de vote. Le résultat de ces travaux a été transmis au groupe de travail créé par l'AMF aux fins d'étudier les moyens d'améliorer la participation des actionnaires aux assemblées générales, et présidé par Yves Mansion.

c) Les obligations déclaratives

Les prestataires déclarent quotidiennement à l'AMF les transactions qu'ils réalisent sur les instruments financiers admis aux négociations d'un marché réglementé français. Les déclarations sont effectuées soit en direct, soit par l'intermédiaire de l'entreprise de marché.

L'AMF a adapté les obligations de communication relative aux opérations sur instruments financiers par l'instruction n° 2004-01 prise en application du Livre I de son règlement général. Outre la reprise des

prescriptions antérieurement établies par le CMF, cette instruction prévoit notamment la déclaration des transactions sur titres de créance admis sur un marché réglementé mais effectuées de gré à gré, et a étendu l'obligation de déclaration aux succursales étrangères des prestataires habilités.

L'analyse des transactions collectées a permis d'évaluer le risque d'une variation en cours de journée supérieure à la couverture minimum requise pour les valeurs éligibles aux ordres stipulés à règlement différé (OSRD).

3 La surveillance des infrastructures de marché

La tenue de réunions régulières avec les responsables du contrôle d'Euronext Paris, de LCH Clearnet et d'Euroclear France contribue à l'action de surveillance des marchés. Parmi les points faisant l'objet d'un suivi avec Euronext, ont figuré en 2004 :

- le contrôle des membres du marché ;
- les évolutions techniques liées au compte rendu des ordres et des transactions au moyen de l'outil TCS Web⁽²⁾,
- la mise en œuvre sur le marché réglementé des dispositions régissant les transactions à cours moyen pondéré (VWAP)⁽³⁾;
- l'examen des conséquences du regroupement de certaines fonctions opérationnelles telles que la surveillance des marchés dérivés ;
- l'analyse des incidents de marché.

L'AMF coopère avec ses homologues⁽⁴⁾ dans le cadre de la surveillance des marchés d'Euronext. Ensemble, ces autorités ont notamment décidé de coordonner leurs efforts de supervision et de contrôle par :

- l'élaboration d'un questionnaire annuel de contrôle ;
- l'évaluation du plan de continuité des activités sur les marchés des actions et des dérivés ;
- la mise en œuvre de procédures d'alerte des régulateurs en cas de dysfonctionnement du marché.

Tous les deux mois, l'AMF a examiné avec LCH Clearnet et Euroclear France les suspens enregistrés par leurs adhérents ou leurs affiliés et les incidents informatiques de la chambre de compensation et du dépositaire central. Le contrôle s'est porté en particulier sur les adhérents de Clearnet présentant un pourcentage

¹ Les résultats de ce contrôle ont été exposés dans l'article « Détection et traitement des ordres inhabituels passés par Internet : synthèse des pratiques (article 9 de la décision n° 99-07 du CMF) ». Revue mensuelle de l'AMF, n° 5 juillet-août 2004.

² Transaction Confirmation System.

³ Une transaction au cours moyen pondéré du marché (dite « VWAP value weighted average price ») consiste pour un membre à convenir avec son client ou un autre membre d'effectuer conformément aux

dispositions du manuel de négociation une transaction à un prix se situant dans un intervalle de 1 %, bornes incluses, autour du cours moyen pondéré des volumes qui se traiteront dans le carnet d'ordres central du

titre sur une période de temps à venir.

⁴ Belges, Néerlandais, Portugais, Anglais.

5 LA SURVEILLANCE ET LA DISCIPLINE DES MARCHÉS

de suspens de règlement-livraison relativement élevé. Ce suivi a été élargi aux suspens sur les dérivés. Une attention particulière a été portée aux procédures de contrôle de la compensation des dérivés et des risques encourus. À la demande de l'AMF, Euroclear France a instauré, dans le cadre de ses procédures de lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme, un suivi des comptes inactifs.

B Les contrôles sur place

Les contrôles sur place sont décidés par le secrétaire général de l'AMF. Les résultats des missions de contrôle font l'objet d'un rapport écrit qui est communiqué à l'entité régulée invitée à faire part de ses observations à l'AMF. Le rapport est ensuite transmis au Collège qui apprécie s'il y a lieu d'ouvrir une procédure de sanction.

En 2004, l'AMF a finalisé 98 missions de contrôle initiées en 2003 et lancé 125 missions nouvelles. Le programme fixé en début d'année 2004 a été respecté.

Pour effectuer les missions de contrôle auprès des prestataires habilités, des sociétés de gestion et des infrastructures de marché, l'AMF dispose, en sus de ses moyens propres, de la possibilité de recourir à des corps de contrôle extérieurs en vertu de l'article 621-9-2 du code monétaire et financier et des articles 11 et 13 du décret n° 2003-1109 du 21 novembre 2003 relatif à l'AMF.

Environ trois quarts des missions sur place ont été confiées à des corps de contrôle extérieurs ; 60 missions ont été confiées à sept cabinets d'audit, 16 à Euronext et 16 à la Commission bancaire. Lorsque l'AMF délègue à des corps de contrôle extérieurs le soin de procéder ainsi pour son compte, les mandataires disposent de l'ensemble des prérogatives dévolues au régulateur, ce qui implique notamment que le secret professionnel ne leur est pas opposable. Le régulateur est responsable, à l'égard des tiers, du respect des dispositions légales et réglementaires par les mandataires et décide des suites données à ces missions.

1 L'objet des contrôles

Les principaux cas de figure :

- 12 missions ont porté sur les procédures de souscription et de rachat d'OPCVM afin de vérifier le respect de l'égalité de traitement des porteurs au regard de l'information fournie sur la valorisation des actifs et de la prise en compte des ordres ;

- 41 missions ont porté sur le respect des obligations déclaratives ;

- 21 missions ont été effectuées auprès des prestataires dont l'agrément avait été délivré dans les 18 derniers mois afin d'examiner la conformité des moyens d'exercice des services d'investissement, pour 17 d'entre eux avec le programme d'activité approuvé par le CMF et pour les quatre autres avec le dossier d'agrément présenté à la COB ;

- 30 missions ont porté sur le respect par les sociétés de gestion de leurs obligations professionnelles et la vérification des conditions d'exercice de leurs activités au regard de l'agrément qui leur avait été délivré ;

- 3 missions ont été réalisées pour le compte de la Commission de surveillance des OPCVM de Monaco.

Les problèmes relevés au cours des missions de contrôle naissent souvent de l'inadaptation des moyens de contrôle du prestataire à son activité. En matière de règles de bonne conduite relatives aux relations entre les prestataires et leurs clients, on constate encore des lacunes dans le contrôle effectué lors de l'entrée en relation. Il en va de même de l'obligation d'information des clients, notamment lorsque ceux-ci ne sont pas des investisseurs qualifiés. À cet égard, la commercialisation des instruments financiers plus risqués doit faire l'objet d'une attention particulière au sein des établissements en relation avec les investisseurs personnes physiques.

Pour ce qui est du respect des obligations relatives aux relations avec le marché, la piste d'audit est perfectible, aussi bien en termes de documentation des ordres (tickets absents ou incomplets) et des exécutions (avis d'opéré), qu'en termes d'horodatage encore trop souvent incomplet voire absent, ce qui ne permet pas de garantir la pré-affectation des ordres des gérants, que la gestion soit sous mandat ou collective. Le contrôle de la couverture des ordres transmis par les clients mérite également une réflexion spécifique de la part des prestataires. Le principe de meilleure exécution semble mis à mal par plusieurs établissements qui facturent à leurs clients un écart de cours en sus du courtage.

La « Muraille de Chine » entre les activités pour le compte de tiers et le compte propre ainsi que l'analyse financière n'étaient pas toujours mises en œuvre par l'adoption d'une organisation et des procédures appropriées. Cette situation est susceptible d'engendrer des conflits d'intérêts.

L'examen au cours du contrôle sur place des transactions déclarées par les prestataires a permis de vérifier :

- la justification économique des transactions ;
- la conformité des déclarations faites par les prestataires habilités sur les transactions qu'ils ont exécutées ou transmises à un autre prestataire pour exécution ;
- la conformité de la saisie des ordres aux instructions reçues du client ;
- l'horodatage des tickets par rapport aux heures de passage des ordres et l'identification éventuelle des affectations tardives ;
- les conditions d'exécution des ordres au regard des cours répondus aux clients et du calcul de la rémunération du prestataire ;
- la transmission rapide au marché des ordres clients et de leur transmission dans l'ordre d'arrivée.

Les missions de contrôle conduites sur la tenue de compte-conservation au cours des trois dernières années se sont traduites par le rappel des obligations suivantes⁽¹⁾ :

- la tenue d'une comptabilité d'instruments financiers en partie double ;
- l'automatisation du rapprochement des avoirs inscrits dans les livres de l'établissement avec ceux inscrits chez le dépositaire central français ;
- la mise en place d'un emprunt de titres automatique lors des forçages de provision autorisés ;
- la couverture des OSRD à la prise de l'ordre et durant le maintien de la position ;
- la disponibilité des avoirs détenus pour compte propre au moment de la négociation ;
- le contrôle des opérations du mandataire par le mandant dans le cadre d'une délégation à un mandataire ;
- la formalisation des relations avec les négociateurs/compensateurs ;
- l'existence d'un plan de secours et d'un plan de continuité des activités ;
- la formalisation, par le RCSI, du plan annuel de contrôle de la tenue de compte-conservation.

2 Les suites des contrôles sur place

Huit rapports de contrôle ont été suivis de l'ouverture d'une procédure de sanction décidée par le Collège de l'AMF encore en cours à la date de rédaction du rapport.

Deux rapports ont conduit le Collège de l'AMF à adresser des injonctions, en application de l'article L. 621-14 I du code monétaire et financier. Une entreprise d'investissement a été enjointe d'être en mesure de justifier l'origine des ordres de bourse, d'informer ses clients du montant total des rétrocessions de commissions reçues au titre des ordres qu'ils avaient passés et de prendre des mesures pour s'assurer du respect de son règlement intérieur. Une seconde entreprise d'investissement offrant un service de réception et transmission d'ordres par Internet a été sommée de produire une attestation visée par son commissaire aux comptes de l'envoi d'une lettre recommandée à tous les clients dont la procédure d'ouverture de comptes n'avait pas, à l'origine, comporté la vérification de leur identité. Dans les deux cas, l'injonction a été suivie d'une régularisation de la situation.

5 LA SURVEILLANCE ET LA DISCIPLINE DES MARCHÉS

4 Les enquêtes

En cas de soupçon d'irrégularité, le secrétaire général de l'AMF peut décider d'ouvrir une enquête sur d'éventuelles infractions boursières qui donnera lieu à un rapport d'enquête. Tous les rapports d'enquête sont ensuite transmis au Collège de l'AMF qui décide éventuellement d'ouvrir une procédure de sanction⁽¹⁾.

83 enquêtes ont ainsi été ouvertes en 2004. Ce chiffre est relativement stable par rapport aux années précédentes, tandis que la proportion d'enquêtes donnant lieu à l'ouverture de procédures de sanction est en augmentation.

	2002	2003	2004
Enquêtes ouvertes par l'AMF*	80	85	83

* Par la COB en 2002. Source : AMF
 En 2003 : 75 par la COB et 10 par l'AMF (à partir du 24 novembre 2003).

A L'origine et la typologie des enquêtes

La moitié des enquêtes ont pour origine une anomalie détectée par le département de la surveillance des marchés. Ces enquêtes portent le plus souvent sur les délits ou manquements boursiers : opérations d'initiés, diffusion de fausses informations et manipulations de cours.

D'autres enquêtes ont trouvé leur origine dans les signalements des autres directions de l'AMF en relation avec les prestataires de services d'investissement ou les émetteurs.

Enfin, certaines enquêtes ont eu une origine externe à l'AMF, qu'il s'agisse de plaintes de particuliers, de demandes d'avis formulées par les autorités judiciaires saisies de poursuites concernant des sociétés faisant appel public à l'épargne ou d'infractions commises à l'occasion d'opérations de bourse⁽²⁾, de révélations reçues d'autres autorités administratives françaises ou de requêtes des autorités étrangères exerçant des compétences analogues à celles de l'AMF⁽³⁾.

En 2004, les 83 enquêtes ont été ouvertes pour les motifs suivants :

MOTIF*	TOTAL**
Marché (comportement d'initié ou manœuvre entravant le bon fonctionnement du marché)	37
Information financière	24
Faits commis dans le cadre de la gestion pour compte de tiers	1
Démarchage irrégulier	3
Coopération internationale	32
TOTAL**	97

* Le motif indiqué est relatif aux faits qui ont motivé l'ouverture de l'enquête et ne préjuge pas des résultats de l'enquête. Source : AMF
 ** Le total est supérieur aux 83 enquêtes ouvertes car 14 enquêtes portent à la fois sur le marché du titre (manipulation de cours et opérations d'initié) et sur l'information financière.

En 2004, 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 de possibles manquements aux règles sur l'information financière.

90 enquêtes ont été terminées en 2004⁽⁴⁾ en hausse sensible (75 en 2002, 79 en 2003) quand bien même la « taille » et la complexité des enquêtes a plutôt tendance à croître.

B La coopération internationale

L'AMF a poursuivi la coopération avec ses homologues étrangers en matière d'enquête et de surveillance des marchés et d'échange d'informations sur les intermédiaires financiers. En 2004, 32 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 l'AMF d'autorités étrangères et celles présentées par l'AMF à ces mêmes autorités.

¹ Voir supra p. 19-20, voir infra chapitre VI.

² Article L. 466-1 du code monétaire et financier.

³ Article L. 621-21 du code monétaire et financier.

⁴ Voir annexe 5.

Répartition par pays des demandes d'assistance

PAYS	DEMANDES 2003		DEMANDES 2004	
	REÇUES	PRÉSENTÉES	REÇUES	PRÉSENTÉES
Afrique du Sud	1	0	0	0
Allemagne	2	13	10	9
Autriche	0	0	2	0
Bahamas	3	0	1	3
Belgique	14	13	5	5
Bermudes	0	2	0	1
Brésil	1	0	1	0
Canada	0	3	0	3
Égypte	1	0	0	0
Espagne	1	3	4	1
États-Unis	7	33	9	21
Finlande	1	0	1	0
Grèce	1	0	1	0
Guernesey	5	0	4	0
Hong-Kong	1	1	1	0
Îles Cayman	0	2	0	0
Irlande	1	3	1	2
Italie	1	5	6	9
Japon	0	3	0	3
Jersey	0	0	1	0
Luxembourg	11	14	7	6
Maroc	0	1	0	1
Monaco	0	2	0	1
Pays-Bas	1	4	7	11
Pologne	1	0	2	0
Royaume-Uni	7	52	4	48
Singapour	0	3	2	1
Suède	2	0	2	2
Suisse	3	39	1	21
Autres	3	1	4	11
TOTAL	68	197	76	159

Source : AMF

Près du tiers des demandes d'assistance reçues par l'AMF ou présentées par elle concernent le Royaume-Uni. Les deux autres pays avec lesquels la coopération est la plus fréquente sont les États-Unis et la Suisse. Alors que le nombre de demandes reçues par l'AMF a cru dans une proportion de l'ordre de 10 % entre 2003 et 2004, le nombre de demandes présentées par l'AMF a sensiblement baissé en 2004.

5 LA SURVEILLANCE ET LA DISCIPLINE DES MARCHÉS

Les demandes d'assistance par l'AMF à ses homologues étrangers répondent à des besoins variés, comme le montre le tableau suivant :

Répartition par nature des demandes d'assistance

	DEMANDES 2003		DEMANDES 2004	
	REÇUES	PRÉSENTÉES	REÇUES	PRÉSENTÉES
Agrément				
Demands d'informations sur les intermédiaires	26	63	27	44
Surveillance				
Demands d'informations de marché	1	1	0	0
Demands d'informations sur les intermédiaires/ les opérations/la législation	1	1	0	0
Recherches d'infractions				
Utilisation d'informations privilégiées	24	102	23	79
Diffusion de fausses informations	2	15	7	13
Infractions liées aux offres publiques	3	1	0	0
Manipulations de cours	5	10	7	19
Démarchages irréguliers	1	2	0	1
Infractions via Internet	2	1	2	0
Autres	3	1		3
TOTAL	68	197	76	159

Source : AMF

Les enquêtes appelant une coopération internationale liées à la recherche d'opérations d'initiés restent encore les plus nombreuses.

5 Les transmissions à d'autres autorités en 2004

Lorsque l'AMF constate des comportements susceptibles d'entrer dans le champ de compétence d'autres autorités, judiciaires, administratives ou professionnelles, elle transmet à celles-ci les informations dont elle dispose ou les rapports de contrôle ou d'enquête qu'elle a établis afin qu'y soient données les suites appropriées.

A Les transmissions aux autorités administratives ou professionnelles

Au cours de l'année 2004, l'AMF a adressé 4 rapports à d'autres autorités administratives ou professionnelles françaises (2 à la Commission bancaire, 1 au Conseil supérieur des experts comptables, 1 à une Compagnie régionale des commissaires aux comptes). Ces chiffres sont logiquement en retrait par rapport aux années antérieures du fait de la fusion intervenue entre la COB, le CMF et le CDGF qui se transmettaient mutuellement de nombreux rapports d'enquête ou de contrôle.

B Les transmissions aux autorités judiciaires

Si le rapport de contrôle ou d'enquête identifie d'éventuels délits, le Collège transmet le rapport au procureur de la République ; il peut rendre publique cette transmission. Si les suspicions portent sur des délits boursiers⁽¹⁾ (manipulation de cours, fausse information, délit d'initié), c'est au procureur de la République auprès du TGI de Paris, seul compétent en la matière, que le Collège transmet immédiatement le rapport. 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 bourse⁽²⁾, ou dans le fait qu'une information judiciaire a été ouverte sur les mêmes faits.

L'AMF a transmis 17 rapports comportant des éléments susceptibles de qualifications pénales. Quatorze d'entre eux ont donné lieu (ou pourraient donner lieu en 2005) à l'ouverture d'une procédure de sanction par l'AMF et ne peuvent donc être commentés. Les 3 autres rapports concernent des situations dans lesquelles l'intervention

de la police judiciaire, en complément des investigations de l'AMF, est nécessaire pour rapporter la preuve des faits et permettre valablement, le cas échéant, le prononcé d'une sanction.

Les faits en cause concernent respectivement des actes de démarchage sur des opérations de banque (1^{er} cas) et la cession dans le public par recours à la publicité de produits financiers étrangers n'ayant pas de nature juridique précise (2^e cas) ou échappant à l'obligation de faire viser un document par l'AMF, imposée par le règlement COB n° 98-08 (3^e cas).

Tableau récapitulatif des transmissions des rapports d'enquête et de contrôle par l'AMF en 2004

	AMF
Transmissions :	
- aux autorités administratives ou professionnelles	4
- à la justice	17

Source : AMF

¹ Article L. 621-15-1 du code monétaire et financier.

² Article L. 466-1 du code monétaire et financier.

6

CHAPITRE

La Commission
des sanctions

- 186 | **1** L'activité de la Commission des sanctions
- 187 | **2** Les décisions de la Commission des sanctions
et leurs suites (avril 2004 - février 2005)
- 199 | **3** Les suites des décisions de sanction prononcées
par la COB, le CMF et le CDGF

6 LA COMMISSION DES SANCTIONS

La Commission des sanctions détient l'exclusivité du pouvoir de sanction de l'AMF. Elle est composée de 12 membres ⁽¹⁾ et a constitué en son sein deux sections de 6 membres. La première section est présidée par Monsieur Jacques Ribs, conseiller d'État et Président de la Commission de sanctions, et la seconde par Madame Claude Nocquet, conseiller à la Cour de cassation.

Installée fin 2003, la Commission des sanctions de l'AMF a publié ses premières décisions en mars 2004. Depuis lors, son activité a connu un rythme soutenu à raison d'une moyenne de trois séances par mois. Entre mars et décembre 2004, elle a mené à leur terme 24 procédures dont 20 ont donné lieu à sanction à l'encontre de 44 personnes physiques ou morales.

Toute décision prononcée par la Commission des sanctions peut faire l'objet d'un recours dans les conditions prévues au chapitre III du décret n° 2003.1109 du 21 novembre 2003.

1 L'activité de la Commission des sanctions

La Commission des sanctions a été très active tout au long de l'année 2004 : elle a traité les 14 procédures en cours à la COB (1), au CMF (10) et au CDGF (3) dont elle a hérité à la création de l'AMF, et les nombreuses procédures de sanction ouvertes par les Commissions spécialisées du Collège de l'AMF dès le début de l'année 2004.

Sur les 38 procédures de sanction engagées par le Collège de l'AMF et transmises à la Commission des sanctions en 2004, 16 ont en effet été ouvertes en janvier 2004, sur le fondement de rapports d'enquête achevés avant la création de l'AMF pour lesquelles la COB avait jugé préférable de laisser à la nouvelle autorité la responsabilité de décider des notifications de griefs.

La Commission des sanctions de l'AMF a très rapidement débuté ses travaux et a rendu sa première décision le 16 mars 2004, après le délai de rigueur indispensable pour l'instruction du dossier et la convocation des personnes mises en cause. Elle les a poursuivis à un rythme soutenu en rendant au total, entre le 16 mars et le 31 décembre 2004, 24 décisions dont le détail figure dans le tableau ci-dessous. Ce rythme devra se maintenir en 2005 pour achever de traiter les 28 procédures qui restaient en cours au 31 décembre 2004 auxquelles s'ajoutent les nouvelles procédures ouvertes par les Commissions spécialisées depuis lors.

Statistiques sur l'activité de la Commission des sanctions en 2004

Nombre de dossiers transmis à la Commission des sanctions en 2004 :	- 52 dont 14 procédures héritées et 38 procédures ouvertes par l'AMF.
Nombre de procédures de sanction menées à leur terme par la Commission des sanctions en 2004 :	- 24* dont 13 procédures héritées et 11 procédures ouvertes par l'AMF.
Nombre de procédures restant en cours fin 2004 :	- 28
Détail des 24 procédures menées à terme en 2004 :	- 20 procédures ayant donné lieu à sanction concernant : <ul style="list-style-type: none"> • 44 personnes sanctionnées (19 personnes morales et 25 personnes physiques), • 10 personnes mises hors de cause (8 personnes morales et 2 personnes physiques); - 4 procédures sans aucune sanction (concernant 11 personnes physiques).
Les 44 sanctions prononcées en 2004 se répartissent ainsi :	- 33 sanctions pécuniaires : <ul style="list-style-type: none"> • allant de 5 000 euros à 1 million d'euros, • pour un montant total de 8 640 000 euros répartis entre 15 personnes morales (5 035 000 euros) et 18 personnes physiques (3 605 000 euros), • dont 3 assorties d'une interdiction temporaire d'exercer, 16 d'un blâme et 3 d'un avertissement ; - 3 blâmes non assortis d'une sanction pécuniaire ; - 8 avertissements non assortis d'une sanction pécuniaire.

* Trois de ces décisions n'ont été notifiées et publiées au BALO qu'en 2005. Sur les vingt et une autres décisions prises, deux décisions sans sanction n'ont pas été publiées.

Source : AMF

¹ Voir supra, composition de la Commission des sanctions et des sections, pages 9-10.

2 Les décisions de la Commission des sanctions et leurs suites (avril 2004 – février 2005)

Les trois premières décisions de l'AMF, des 16 et 18 mars 2004, ont été commentées dans son rapport annuel 2003⁽¹⁾.

Toutes les décisions présentées ci-après ont fait l'objet d'une publication à la Revue mensuelle de l'AMF, au BALO⁽²⁾ et sur le site Internet de l'AMF.

A KBC Securities France et MM. Michel Deveze et Dominique Letaconnoux, 22 avril 2004 (première section)⁽³⁾

La Commission a prononcé :

- un blâme assorti d'une sanction pécuniaire de 500 000 euros à l'encontre de l'entreprise d'investissement KBC Securities France ;
- un blâme à l'encontre de M. Michel Devèze, collaborateur de l'entreprise d'investissement ;
- un blâme à l'encontre de M. Dominique Letaconnoux, collaborateur de l'entreprise d'investissement.

Les faits à l'origine de la procédure portaient, pour l'essentiel, sur d'importantes positions insuffisamment couvertes, prises par un client de l'entreprise d'investissement, agissant au moyen d'ordres stipulés à règlement-livraison différé (SRD) sur le titre Eurotunnel.

La Commission a considéré que l'entreprise d'investissement, en n'exigeant pas la couverture requise ou en ne liquidant pas les positions insuffisamment couvertes, avait méconnu les dispositions de l'article 4-1-35-1 du règlement général du CMF et, compte tenu du montant de la position prise, commis « une faute d'une gravité toute particulière au regard des règles fondamentales de bon fonctionnement et de protection du marché ».

Elle a sanctionné pour ces faits, outre l'entreprise d'investissement, deux de ses collaborateurs en lien, à des degrés divers, avec le client concerné, pour avoir accompagné ce dernier « dans des opérations dangereuses pour le marché ».

B ABN AMRO Securities France, 29 avril 2004 (deuxième section)⁽⁴⁾

La Commission a prononcé un avertissement à l'encontre de l'entreprise d'investissement ABN-AMRO Securities France.

L'entreprise d'investissement, chargée d'exécuter les ordres formulés de façon globale, émanant de la société de gestion Sofival, avait accepté des décalages de plusieurs jours entre la date d'exécution des ordres globaux et leur affectation aux comptes des investisseurs au nom desquels la société de gestion intervenait⁽⁵⁾, en méconnaissance des articles 3-1-1, 3-3-1 et 3-4-12 du règlement général du CMF.

La Commission a considéré qu'en ayant accepté d'exécuter des ordres globaux sans s'être assurée préalablement de leur affectation et en ayant laissé figurer sur un compte d'attente des ordres entièrement exécutés mais non encore affectés, l'entreprise d'investissement avait facilité une répartition tardive des opérations permettant d'avantager certains investisseurs au détriment des autres en contravention avec les articles 2-4-15 et 2-4-17 ainsi que 3-1-1 et 3-3-1 du règlement général du CMF.

C Banque Privée Fideuram Wargny, MM. Gérard Witvoet, Henri-Paul de Pontbriand, Olivier Wargny, 6 mai 2004 (première section)⁽⁶⁾

La Commission des sanctions a prononcé :

- un avertissement à l'encontre de la Banque Privée Fideuram Wargny ;
- un blâme et une sanction pécuniaire de 50 000 euros à l'encontre de M. Olivier Wargny, président du conseil d'administration de la Financière Wargny ;
- un blâme et une sanction pécuniaire de 30 000 euros à l'encontre de M. Gérard Witvoet, directeur général de la Financière Wargny ;
- un blâme à l'encontre de M. Henri-Paul de Pontbriand, chargé des relations commerciales avec les sociétés de gestion, les apporteurs d'affaires et les transmetteurs d'ordres à titre exclusif.

¹ GSD gestion et M. Jacques Gautier en date du 16 mars 2004. Voir également l'arrêt du Conseil d'État du 4 février 2005 publié dans la Revue mensuelle AMF, n° 14 de mai 2005. Crédit Agricole Indosuez Cheuvreux (CAIC) et M. Fabregat en date du 18 mars 2004 ; Exane et

M. Laurent Taburet en date du 18 mars 2004 – Revue mensuelle AMF, n° 3 de mai 2004, pages 23 à 40, et Rapport annuel AMF 2003, pages 171 et 172.

² Bulletin des annonces légales obligatoires, notamment disponible sur internet (<http://balo.journal-officiel.gouv.fr/>)

catégorie « Bulletin officiel de l'AMF ».

³ Revue mensuelle AMF n° 4 de juin 2004, pages 85 à 90.

⁴ Revue mensuelle AMF n° 4 de juin 2004, pages 91 à 96.

⁵ Voir la décision de sanction du Conseil de discipline de la gestion financière du 30 juin 2003, Société Sofival, Bulletin mensuel COB n° 383, d'octobre 2003 pages 99 à 103 et Rapport annuel AMF 2003, page 163.

⁶ Revue mensuelle AMF n° 5 de juillet-août 2004, pages 55 à 64.

La Commission a constaté que le prestataire de services d'investissement Banque Privée Fideuram Wargny, qui avait confié à un mandataire exclusif installé à Nice le soin de recueillir des ordres de bourse et de les lui transmettre, avait fait preuve de légèreté dans l'appréciation de la compétence professionnelle du mandataire et d'un contrôle insuffisant de l'activité de celui-ci en infraction aux prescriptions de l'article 3-3-5 du règlement général du Conseil des marchés financiers (CMF), et ce alors même que le mandataire était réputé agir pour le compte et sous la responsabilité du prestataire de services d'investissement. Elle a en effet considéré qu'à l'occasion de l'ouverture de comptes résultant de l'activité d'apporteur d'affaires du mandataire, le prestataire n'avait pas convenablement évalué la compétence professionnelle des nouveaux clients et elle a estimé insuffisants les moyens dont le prestataire disposait en termes de contrôle interne au regard des obligations posées aux articles 2-4-15 et 2-4-16 du règlement général du CMF.

Bien que le prestataire ait changé d'actionnaire depuis que s'étaient produits les manquements relevés, la Commission a constaté la continuité de la personne morale et a décidé de sanctionner celle-ci en même temps que les dirigeants à l'époque des faits ainsi que le collaborateur plus particulièrement en charge des relations avec les mandataires exclusifs.

Cette décision fait l'objet de recours pendants devant le Conseil d'État de la part de la Banque Privée Fideuram Wargny et de MM. Gérard Witvoet et Olivier Wargny.

D Banque Transatlantique, 27 mai 2004 (première section) ⁽¹⁾

La Commission a prononcé un blâme et une sanction pécuniaire de 500 000 euros à l'encontre du prestataire de services d'investissement Banque Transatlantique.

La Banque Transatlantique avait accepté de la part de certains de ses clients la constitution de positions importantes au moyen d'ordres stipulés à règlement-livraison différé (SRD) sans respecter les conditions de couverture prévues par la réglementation, en infraction aux dispositions des articles 4-1-35 et 4-1-35-1 du règlement général du CMF. La Commission a notamment constaté deux manquements graves à cette réglementation, la Banque Transatlantique ayant

considéré qu'un découvert autorisé pouvait tenir lieu de couverture et ayant accepté que des clients couvrent par un instrument financier donné des engagements SRD à l'achat sur le même instrument financier.

La Commission a estimé que ces dysfonctionnements attestaient d'un contrôle défaillant du respect des règles de bonne conduite en contravention avec les articles 2-4-1, 2-4-3, 2-4-9, 2-4-15, 2-4-16, 2-4-17 et 3-2-1 du règlement général du CMF.

E Oxis International, 17 juin 2004 (deuxième section) ⁽²⁾

La Commission a prononcé une sanction pécuniaire de 50 000 euros à l'encontre de la société Oxis International.

La Commission a constaté que la société Oxis International, dont les titres étaient admis à la négociation sur le Nouveau marché d'Euronext Paris, n'avait procédé ni à l'établissement, ni à l'enregistrement de documents de référence concernant ses comptes et ses activités au titre des exercices 2000 et 2001.

Elle a considéré que les arguments invoqués par la société, notamment ses difficultés financières et son offre d'établir un document en anglais, n'étaient pas de nature à l'exonérer de sa responsabilité et que le manquement à 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 était caractérisé.

La Commission a également constaté un manquement à l'article 7 du règlement COB n° 98-07 sur l'information du public imposant à un émetteur étranger d'assurer en France de manière simultanée une information identique à celle donnée à l'étranger ; un manquement à l'article 8 du même règlement imposant à tout émetteur de transmettre ses projets de communiqué à la COB au plus tard au moment de leur publication et un manquement à l'article 2 du même règlement pour ne pas avoir respecté ses engagements de publication de comptes au BALO pris dans le prospectus visé par la COB au moment de son introduction en bourse.

¹ Revue mensuelle AMF, n° 5 de juillet-août 2004, pages 65 à 70.

² Revue mensuelle AMF, n° 6 de septembre 2004, pages 83 à 86.

F Natexis Banques Populaires et Natexis Bleichroeder, 24 juin 2004 (première section) ⁽¹⁾

La Commission des sanctions a prononcé :

- une sanction pécuniaire de 500 000 euros à l'encontre de Natexis Banques Populaires, prestataire de services d'investissement venant aux droits de Natexis Capital pour les activités de Xeod Services ;
- un blâme et une sanction pécuniaire de 300 000 euros à l'encontre du prestataire de services d'investissement Natexis Banques Populaires ;
- un blâme et une sanction pécuniaire de 300 000 euros à l'encontre du prestataire de services d'investissement Natexis Bleichroeder.

S'agissant de Natexis Banques Populaires pour les activités de Xeod Services, la Commission a relevé des insuffisances dans la procédure d'ouverture des comptes au profit de nouveaux clients, en contravention avec les articles 3-4-12, 3-3-2 et 6-3-2 du règlement général du CMF, des manquements aux règles de couverture des ordres en matière d'exécution d'ordres stipulés à règlement-livraison différé (SRD), en violation de l'article 4-1-35-1 du règlement général, des infractions aux règles de tenue de compte-conservation, en violation des articles 6-3-3, 6-3-6 et 6-2-5 du règlement général du Conseil des marchés financiers (CMF), se traduisant par des « tirages sur la masse » et des défaillances dans le contrôle interne contraires aux dispositions des articles 2-4-15 et 2-4-17 du règlement général du CMF.

En ce qui concerne Natexis Banques Populaires, au titre de son activité propre, et Natexis Bleichroeder, la Commission a relevé des manquements similaires auxquels se sont ajoutés, pour Natexis Banques Populaires, le non-respect de dispositions de l'article 2-4-1 du règlement général du CMF applicables en matière de cartes professionnelles et une absence de contractualisation des relations entre l'établissement lui-même, agissant en tant que teneur de compte-conservateur, et divers établissements qui lui avaient confié le soin d'assurer pour leur compte la tenue de compte-conservation, contraire aux dispositions des articles 6-3-3 et 6-3-7 du règlement général du CMF.

Au regard de ce qu'elle a qualifié de « graves infractions à la réglementation », la Commission a indiqué avoir pris en compte, dans le prononcé des sanctions, des

mesures mises en œuvre par le Groupe pour remédier aux défaillances constatées.

G Natexis Banques Populaires, 24 juin 2004 (première section) ⁽²⁾

La Commission a prononcé un blâme à l'encontre du prestataire de services d'investissement Natexis Banques Populaires (NBP).

La Commission a estimé, au vu des irrégularités de gestion multiples et répétées commises par la société de gestion Financière Rembrandt ⁽³⁾, que NBP, dépositaire et gestionnaire comptable des OPCVM gérés par la société Financière Rembrandt, qui avait connaissance de ces irrégularités, n'avait pas satisfait aux exigences posées par les articles L. 214-3, L. 214-24, L. 214-26, L. 214-28 et L. 533-4 du code monétaire et financier à l'égard du dépositaire et gestionnaire comptable d'OPCVM, exigences explicitées par l'instruction de la COB de novembre 1993 relative aux missions et moyens du dépositaire d'OPCVM et lui faisant obligation de s'assurer de la régularité des décisions de la société de gestion, d'agir au bénéfice exclusif des souscripteurs et de contrôler dans leur intérêt l'activité de la société de gestion.

C'est ainsi en premier lieu que la présence à l'actif des OPCVM gérés par la société Financière Rembrandt de très nombreuses valeurs évaluées par cours forcé n'a pas conduit le dépositaire à adapter son contrôle aux risques majeurs qu'une telle situation était de nature à faire courir aux souscripteurs de ces OPCVM.

La Commission a en effet constaté que NBP avait laissé perdurer une situation contraire aux intérêts des souscripteurs dans la mesure où, d'une part, en dépit du plan de contrôle annuel établi pour chacun des exercices 2000 et 2001, le contrôle du respect de la classification et des orientations de gestion n'a pas été effectué en 2001, pas plus que la visite de contrôle dépositaire auprès de la société de gestion, et, d'autre part, le plan de contrôle 2002 n'a pas été plus approfondi, ce qui montre que le dépositaire paraît avoir, généralement, limité les contrôles inopinés qu'il devait réaliser à certains seulement des OPCVM de la société Financière Rembrandt et, particulièrement, n'avoir effectué aucun contrôle en 2002.

En deuxième lieu, la Commission a relevé des écarts

¹ Revue mensuelle AMF, n° 6 de septembre 2004, pages 87 à 96.

² Revue mensuelle AMF, n° 6 septembre 2004, pages 97 à 100.

³ Voir la décision de sanction de la COB du 12 février 2002, Financière Rembrandt, Bulletin mensuel COB, n° 366 de mars 2002, pages 47 à 60, et Rapport annuel COB 2002, pages 213 et 214.

parfois considérables entre les sources de marché (Fininfo) et les cours forcés demandés par la Financière Rembrandt, sans que le dépositaire ait formulé aucune demande d'explication particulière ni alerté spécifiquement les commissaires aux comptes sur la forte proportion des cours forcés appliqués à des valeurs illiquides figurant à l'actif de certains OPCVM gérés par la Financière Rembrandt. À cet égard, la Commission a précisé que même s'il n'appartient pas au dépositaire d'un OPCVM de contrôler la valorisation retenue par la société de gestion pour un actif donné, il lui incombe de vérifier l'application par la société de gestion des règles de valorisation des actifs pour l'établissement de la valeur liquidative, ainsi que la cohérence des informations produites par le service comptable de l'OPCVM au regard des principes de valorisation.

En troisième lieu, la Commission a constaté qu'à une même date, des titres ont été valorisés dans deux OPCVM de la même société de gestion à des cours forcés différents, sans entraîner d'interrogation ni de réaction particulière du dépositaire et qu'il apparaît de ce fait que Natexis Banques Populaires n'a pas vérifié l'application des règles de valorisation des actifs alors que celles-ci doivent, aux termes de l'article 20 du règlement COB n° 89-02, être « identiques pour tous les OPCVM d'une même société de gestion ».

La Commission a relevé, *in fine*, à titre de circonstance atténuante, que NBP dit avoir renforcé depuis les faits son contrôle dépositaire.

H M. Marc Andrieux, 8 juillet 2004 (deuxième section) ⁽¹⁾

La Commission a prononcé une sanction pécuniaire de 500 000 euros à l'encontre de M. Marc Andrieux, président du conseil d'administration de la société Multimedia Network Computer (MNC).

La Commission a constaté que l'augmentation de capital réalisée à l'occasion de l'inscription de la société MNC sur le Marché libre de la bourse de Paris le 5 février 2001 avait permis à la société de lever sur le marché 15,244 millions d'euros puis que le 12 septembre 2003 la société avait été placée en liquidation judiciaire.

Elle a relevé que le prospectus d'inscription de la

société MNC sur le Marché libre établi le 30 janvier 2001 faisait état d'une prévision de chiffre d'affaires de 28 millions d'euros pour l'exercice clôturé le 31 mars 2001 alors que le chiffre d'affaires du précédent exercice ne dépassait pas 0,41 million d'euros et que les contrats en cours qui étaient supposés garantir la bonne réalisation des prévisions de chiffre d'affaires annoncées n'apportaient en réalité aucune garantie quant au volume des ventes à venir.

Elle a observé que le commissaire aux comptes avait d'ailleurs attiré l'attention de M. Andrieux, Président-directeur général de la société, sur les chiffres d'affaires annuels mentionnés dans le plan de développement de la société en lui rappelant que celui-ci devait rester « le plus proche possible de la réalité » et que, malgré cette mise en garde moins de deux mois avant la clôture de l'exercice considéré, M. Andrieux avait fait état dans le prospectus d'un chiffre d'affaires prévisionnel de près de 34 fois supérieur à la réalité et fondé sur des contrats dont la poursuite était aléatoire.

Dans ces conditions, la Commission a estimé que M. Andrieux avait délivré au public, dans le prospectus d'inscription de la société MNC sur le Marché libre, des informations inexactes, imprécises et trompeuses relatives aux prévisions de chiffre d'affaires de la société, en méconnaissance des articles 3, 6 et 7 du règlement COB n° 98-08 relatif à l'offre au public d'instruments financiers et des articles 1, 2 et 3 du règlement COB n° 98-07 relatif à l'obligation d'information du public.

Sur l'information donnée par M. Andrieux dans le communiqué de MNC du 5 décembre 2001, la Commission des sanctions a constaté, à propos de l'importante commande de machines censément en cours de livraison et appelée à être finalisée avant la clôture de l'exercice, que l'information donnée était inexacte et trompeuse, dans la mesure où la mise en œuvre de ce contrat, essentiel pour la survie de l'entreprise, était subordonnée à l'obtention d'un certificat de conformité aux normes canadiennes, lequel n'avait pas encore été délivré à cette date par l'Autorité canadienne compétente, et ne l'a jamais été.

Le communiqué susmentionné faisait également état de la réalisation d'un chiffre d'affaires surévalué de 77 %, ce qui a conduit la Commission à considérer que M. Andrieux avait trompé délibérément et de

¹ Revue mensuelle AMF, n° 6 de septembre 2004, pages 101 à 106.

manière répétée les investisseurs sur la situation de la société MNC, avait faussé le marché et en avait tiré des avantages personnels.

Par arrêt en date du 25 janvier 2005 ⁽¹⁾, la cour d'appel de Paris a confirmé dans tous ses éléments la décision de sanction prise par l'AMF. M. Marc Andrieux a formé un pourvoi en cassation.

I Tocqueville Finance, 9 septembre 2004 (première section) ⁽²⁾

La Commission a prononcé un blâme et une sanction pécuniaire de 300 000 euros à l'encontre de la société de gestion de portefeuille Tocqueville Finance.

Elle a estimé en premier lieu qu'en recourant à des comptes *parking* pour des titres liquides, sur lesquels les ordres passés étaient exécutés en une seule séance de bourse, et en n'étant pas en mesure de justifier de l'existence d'une règle de préaffectation des ordres ni de la matérialité de la préaffectation de 371 opérations sur les 403 opérations examinées, la société avait manqué aux dispositions de l'article 16 du règlement COB n° 96-03.

En deuxième lieu, elle a relevé que la société avait reconnu que des ordres avaient été passés directement par des conseillers américains pour le compte de deux FCP dont elle assurait la gestion alors que ces délégations de gestion financière n'avaient pas fait l'objet d'une demande préalable d'agrément par la COB en contravention avec les dispositions de l'article L. 214-3 du code monétaire et financier.

Enfin la Commission a constaté qu'en permettant à son ancien président de gérer le compte propre de la société alors qu'il était en même temps gérant de portefeuilles de clients, la société avait manqué aux dispositions de l'article 14 du règlement COB n° 96-03.

J Cross Systems Company et M. Gilles Raynaud, 16 septembre 2004 (première section) ⁽³⁾

La Commission a infligé des sanctions pécuniaires de 10 000 euros à M. Gilles Raynaud, Président de la société Cross Systems, et de 5 000 euros à ladite société.

En ce qui concerne M. Raynaud, la Commission a relevé que, dans le prospectus définitif visé par la COB en vue de l'introduction de la société au Nouveau marché, M. Raynaud, qui en était le signataire, a indiqué qu'il détiendrait, après l'introduction, 23,97 % des actions de la société et 33,18 % des droits de vote, sans préciser qu'il avait la maîtrise complète de la société Omega Software de droit luxembourgeois portée au même prospectus comme détenant 27,54 % des actions de la société Cross Systems et 29,90 % des droits de vote. Or, ayant attesté que les données du prospectus étaient conformes à la réalité, qu'elles comprenaient toutes les informations nécessaires aux investisseurs pour fonder leur jugement sur le patrimoine, l'activité, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur, ainsi que sur les droits attachés aux titres offerts et qu'elles ne comportaient pas d'omission de nature à en altérer la portée, M. Raynaud a violé les dispositions des articles 2 et 3 du règlement COB n° 98-07 relatifs à l'information du public.

En ce qui concerne la société Cross Systems, la Commission a relevé qu'elle n'avait fait enregistrer aucun document de référence au titre des exercices 2000 et 2001, en infraction avec les dispositions de l'article 3 du règlement COB n° 95-01 relatif à l'information à diffuser à l'occasion d'opérations réalisées sur le Nouveau marché.

Sur l'exercice 2000, la société ne niait pas les faits mais faisait valoir qu'elle ignorait être soumise à une telle obligation, la Commission a estimé qu'il appartenait à la société de connaître et de respecter la réglementation, en faisant appel si nécessaire à des conseils, dont elle a la possibilité de mettre en œuvre la responsabilité si elle estime avoir été mal assistée et qu'elle ne peut invoquer cette circonstance pour s'exonérer de ses propres obligations.

Sur l'exercice 2001, le document de référence aurait dû être déposé, aux termes de l'instruction d'application du règlement COB n° 95-01, dans les deux mois qui suivent l'arrêté des comptes sociaux, soit au plus tard le 30 avril 2002. Or, après avoir déposé un premier projet le 27 septembre 2002, la société n'a répondu que le 3 décembre 2002, par l'envoi d'un nouveau projet, à la première série d'interrogations et de commentaires formulés le 3 octobre 2002 par la COB.

¹ Revue mensuelle AMF, n° 11 de février 2005, pages 131 à 138.

² Revue mensuelle AMF, n° 7 d'octobre 2004, pages 27 à 32.

³ Revue mensuelle AMF, n° 8 de novembre 2004, pages 81 à 84.

La Commission des sanctions a considéré que l'ensemble de ces manquements avait eu pour effet de porter atteinte au principe d'égalité d'information et de traitement des investisseurs même si, depuis son introduction en bourse, la société a informé le marché par la publication régulière de communiqués sur ses comptes et résultats diffusés par voie de presse ainsi que sur Internet, ce qui a partiellement permis aux épargnants d'être informés de ses résultats financiers et de son activité.

Par arrêté en date du 19 avril 2005, la cour d'appel de Paris a rejeté le recours déposé par M. Gilles Raynaud.

K MM. Avy Amouyal, André Ankri-Avy, Roger-Dominique Lambert, Éric Parent, Makram Samaha, Mahmoud Tefridj et Pascal Viau, 30 septembre 2004 (première section) ⁽¹⁾

La Commission des sanctions a décidé de ne prononcer aucune sanction à l'encontre de MM. Avy Amouyal, André Ankri-Avy, Roger-Dominique Lambert, Éric Parent, Makram Samaha, Mahmoud Tefridj et Pascal Viau.

Une procédure de sanction pour manquement à diverses obligations professionnelles avait été engagée à l'encontre de quatre salariés et trois membres du conseil d'administration de l'entreprise d'investissement Etna Finance Transmission (ETRA), qui, entre la date des faits relevés et l'engagement de la procédure, a fait l'objet d'une radiation par la Commission bancaire.

La Commission des sanctions a considéré que, en l'absence de mise en cause de la société et du dépositaire, les griefs ne permettaient pas, faute d'être suffisamment documentés, aux personnes poursuivies d'exercer normalement les droits de la défense et à la Commission des sanctions de statuer sur la pertinence des manquements objets de poursuites et sur leur imputabilité à chacune des personnes poursuivies.

L Next Up SA (anciennement dénommée Etna Finance), Mme Claire Arfi, MM. André Ankri-Avy et Manuel Decaudaveine, Mme Geneviève Gaillabaud, MM. Éric Parent et Pascal Viau, 3 novembre 2004 (première section) ⁽²⁾

Dans cette affaire, à la demande de M. Éric Parent, a été tenue la première séance publique de la Commission des sanctions.

La Commission a :

- infligé un blâme et une sanction pécuniaire de 150 000 euros à l'encontre de la société de gestion de portefeuille Etna Finance ;
- infligé un blâme, une interdiction temporaire de trois ans d'exercer le service de la gestion de portefeuille pour le compte de tiers et une sanction pécuniaire de 70 000 euros à l'encontre de M. Éric Parent, président de la société Etna Finance ;
- infligé un blâme et une sanction pécuniaire de 30 000 euros à l'encontre de Mme Claire Arfi, directeur général de la société Etna Finance et gérant de portefeuilles ;
- infligé un avertissement et une sanction pécuniaire de 30 000 euros à l'encontre de M. Pascal Viau, directeur général de la société Etna Finance et gérant de portefeuilles ;
- infligé un avertissement à Mme Geneviève Gaillabaud, gérant de portefeuilles au sein de la société Etna Finance ;
- mis hors de cause MM. André Ankri-Avy et Manuel Decaudaveine.

La Commission a tout d'abord relevé que Mme Gaillabaud avait contrevenu, en sa qualité de gérant de portefeuilles, aux dispositions des articles 2, 3, 4 et 16 du règlement COB n° 96-03, en procédant à des affectations *a posteriori* d'opérations gagnantes au bénéfice de ses comptes personnels et de celui ouvert au nom de sa fille. Elle a toutefois estimé qu'il y avait lieu de relativiser ces manquements dans la mesure où Mme Gaillabaud ne bénéficiait pas d'un encadrement suffisant de la direction et était soumise à une pression d'autant plus importante que la rémunération fixe qui lui était versée par la société était particulièrement faible.

¹ Revue mensuelle AMF, n° 9 de décembre 2004, pages 97 à 100.

² Revue mensuelle AMF, n° 9 de décembre 2004, pages 85 à 96.

La Commission a ensuite relevé que M. Viau, directeur général de la société et gérant de portefeuilles, avait contrevenu aux règles de bonne conduite définies aux articles 2, 3, 4 et 16 du règlement COB n° 96-03 en initiant, au cours de la journée du 23 octobre 2000, une série d'aller et retour gagnants qu'il avait affectés, une fois le résultat connu, sur les comptes appartenant à des membres de sa famille, lesquels ont pu bénéficier d'une plus-value de 4 043 euros.

La Commission a également constaté que Mme Arfi, directeur général de la société et gérant de portefeuilles sur produits dérivés, avait poursuivi une stratégie de gestion inappropriée à la situation financière de l'un de ses mandants en poursuivant une stratégie acheteuse en contrats futurs sur le CAC 40 en dépit de l'aggravation de la situation dudit mandant dont le compte espèces était débiteur et sans l'informer de ses décisions, en contravention avec l'article 19 du règlement COB n° 96-03. Elle a considéré que le fait que Mme Arfi ait cherché à rembourser sa cliente et qu'elle n'ait reçu aucune instruction tant du contrôle interne que de la direction de la société n'était pas de nature à l'exonérer de toute responsabilité.

La Commission a également retenu à l'encontre de Mme Arfi le fait qu'elle n'avait pas informé ses mandants, qui avaient autorisé les opérations à effet de levier, des pertes potentielles sur produits dérivés qu'ils étaient susceptibles de connaître en raison de l'évolution erratique des marchés à la suite des événements du 11 septembre 2001, en contravention avec l'article 23 du règlement COB n° 96-03, estimant, à cet égard, que la circonstance que Mme Arfi anticipait un retournement de conjoncture ne justifiait pas l'absence d'information exacte de ses mandants sur les risques encourus.

À l'encontre de la société Etna Finance, la Commission a tout d'abord retenu l'absence de moyens adaptés à ses activités et une organisation interne inadéquate après avoir constaté que la société recrutait des gérants insuffisamment formés, ne disposant pas d'une expertise suffisante au regard de la complexité des opérations traitées et qui étaient, de surcroît, rémunérés principalement en fonction du chiffre d'affaires réalisé, sans qu'une organisation et les moyens adéquats soient mis en place pour encadrer leurs activités, en méconnaissance des dispositions des articles 9 et 10 du règlement COB n° 96-03.

Elle a ensuite constaté que la société n'avait pas respecté les prescriptions de l'article 11 du règlement COB n° 96-03, le contrôle interne de la société se résumant à suivre notamment l'évolution débitrice des différents comptes gérés par Mme Arfi et qu'il acceptait que des positions risquées soient prises sur le compte des clients concernés en considération de l'engagement personnel du gérant de rembourser les pertes, sans, pour autant, vérifier que les comptes rendus de gestion envoyés à certains de ses clients reflétaient correctement les risques qu'ils encouraient. Elle a observé à cet égard que la société avait perçu, sur la base de ces comptes rendus erronés, des commissions de performance indues eu égard aux pertes réellement subies par les mandants, et que, de surcroît, aucun contrôle n'avait été effectué sur les mouvements de fonds entre les portefeuilles gérés et les comptes de certains gérants de portefeuille.

Malgré la production par la société d'un certain nombre de pièces relatives à la déontologie des gérants, la Commission a enfin constaté que ces avertissements n'étaient appuyés par aucun contrôle interne efficace de leurs activités de sorte que la société avait méconnu les dispositions de l'article 12 du règlement COB n° 96-03.

S'agissant de M. Parent, président de la société Etna Finance, qui assurait le suivi des comptes débiteurs des clients de la société et était conscient des dysfonctionnements du contrôle interne de la société, la Commission a constaté qu'il n'avait pas accompli les diligences nécessaires pour assurer une gestion des portefeuilles dans l'intérêt des mandants, prévenir les conflits d'intérêts et veiller à l'égalité de traitement entre les portefeuilles gérés, qu'il n'était pas intervenu pour que toute l'information leur soit apportée, notamment en ce qui concernait la gestion des opérations à effet de levier, et qu'il n'avait pas veillé à ce que la gestion individuelle sous mandat donne lieu systématiquement à l'établissement de conventions écrites. Elle a estimé que, ce faisant, il avait contrevenu aux dispositions des articles 2, 3, 4, 7, 19, 21 et 23 du règlement COB n° 96-03.

Cette décision fait l'objet de recours pendant devant le Conseil d'État de la part de M. Éric Parent, de M. Pascal Viau et de la société Next Up SA.

M Provalor et M. Jean-Jacques Rabineau, 7 octobre 2004 (deuxième section) ⁽¹⁾

La Commission a prononcé :

- un blâme et une sanction pécuniaire de 350 000 euros à l'encontre de la société de gestion de portefeuille Provalor ;
- un blâme et une sanction pécuniaire de 500 000 euros à l'encontre de M. Rabineau, gérant de portefeuilles au sein de la société Provalor.

En premier lieu, la Commission a constaté que M. Rabineau, gérant de portefeuilles de la société Provalor, stockait pendant plusieurs jours dans des comptes *parking* les ordres groupés qu'il passait de façon à privilégier ses comptes et ceux de ses proches, ce qui leur a permis d'obtenir des performances s'échelonnant entre + 22 % et + 4,550 % environ, alors que celles des autres comptes relevant de sa gestion ont accusé une moins-value moyenne de 14,38 %. Elle a estimé qu'en manquant ainsi à l'obligation d'affecter préalablement les ordres groupés et à l'interdiction d'affecter des opérations *a posteriori*, la société Provalor et M. Rabineau avaient manqué aux dispositions des articles 2, 3, 4 et 16 du règlement COB n° 96-03.

En deuxième lieu, la Commission a relevé que M. Rabineau avait donné des ordres de vente massifs de trois titres illiquides détenus à l'actif du FCP Provalor France sur des périodes allant de quatre à huit jours, ses interventions ayant représenté entre 86,5 % et 93 % des quantités vendues sur le marché et provoqué ainsi la baisse du cours de bourse de - 9,6 % à - 25,1 % selon le cas. Elle a également observé qu'il a ensuite vendu le reliquat des trois lignes de titres au moyen d'une application au profit des portefeuilles individuels dont il assurait lui-même la gestion et d'un FCP de la société de gestion de portefeuille qui devait bientôt l'employer.

La Commission a estimé qu'en intervenant avec une telle intensité dans un laps de temps aussi bref, M. Rabineau ne pouvait avoir d'autre but que d'agir sur les cours de bourse des trois titres concernés afin d'en faire profiter ses clients gérés sous mandat, que son comportement avait porté préjudice au marché et spécialement aux porteurs de parts du FCP Provalor France, lesquels ont souffert d'une très forte décote à l'occasion de la cession des trois lignes de titres concernés, dont les cours étaient revenus à leur

valeur initiale dans les jours suivants. Elle a considéré qu'en entravant ainsi l'établissement du cours de ces trois titres et en gérant de façon contraire à l'intérêt exclusif des porteurs de parts du FCP Provalor France, M. Rabineau avait méconnu les dispositions de l'article 3 du règlement COB n° 90-04 et de l'article 2 du règlement COB n° 96-03.

En troisième lieu, la Commission a considéré que l'ensemble des manquements relevés à l'encontre de M. Rabineau étaient révélateurs de graves carences dans le contrôle interne de la société Provalor. De plus, elle a constaté une situation susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de la société et l'absence de toute disposition concernant l'encadrement des opérations pour compte propre dans le règlement intérieur de la société, en contravention avec les articles 11 à 14 du règlement COB n° 96-03.

Enfin, la Commission a considéré qu'en ne respectant pas ses obligations d'information vis-à-vis de ses mandants, la société Provalor avait manqué aux dispositions des articles 12, 22 et 23 du règlement COB n° 96-03.

Cette décision fait l'objet de recours pendants devant le Conseil d'État de la part de la société Provalor et de M. Jean-Jacques Rabineau.

N KBL France SAS, BNP Paribas, BNP Paribas Equities France, Mme Nisrine El Hage et MM. Olivier Barre, Laurent Zerbib, Alexandre Topolanski et Dominique Lanteri-Minet, 25 octobre 2004 (deuxième section) ⁽²⁾

La Commission a prononcé :

- à l'encontre de Mme El Hage, un avertissement ;
- à l'encontre de M. Lanteri-Minet, l'interdiction d'exercer, pendant une durée de cinq ans, l'une quelconque des activités à l'occasion desquelles il a commis les manquements retenus, et une sanction pécuniaire de 200 000 euros ;
- à l'encontre de M. Zerbib, salarié, l'interdiction d'exercer, pendant une durée de cinq ans, l'une quelconque des activités à l'occasion desquelles il a commis les manquements retenus, et une sanction pécuniaire de 50 000 euros ;
- à l'encontre de M. Topolanski, un avertissement et une

¹ Revue mensuelle AMF, n° 10 de janvier 2005, pages 11 à 16.

² Revue mensuelle AMF, n° 10 de janvier 2005, pages 17 à 30.

- sanction pécuniaire de 100 000 euros ;
- à l'encontre de M. Barre, un blâme et une sanction pécuniaire de 800 000 euros ;
- à l'encontre de KBL, un blâme et une sanction pécuniaire d'un million d'euros.

La procédure de sanction a été ouverte à l'issue d'un contrôle effectué par le Conseil des marchés financiers au sein du prestataire de services d'investissement KBL France SAS, engagé en raison du fait que BNP Paribas Equities France avait, en application de la réglementation, informé le régulateur qu'un de ses collaborateurs, M. Lanteri-Minet, avait été licencié pour un manquement paraissant avoir été commis avec la complicité d'une collaboratrice de KBL France SAS, Mme El Hage.

Les contrôles effectués avaient mis en évidence une série de faits susceptibles d'être imputés à KBL France SAS, à son dirigeant à l'époque des faits, M. Olivier Barre, et à deux de ses collaborateurs, Mme El Hage et M. Laurent Zerbib ; à BNP Paribas Equities France et à un de ses collaborateurs, M. Lanteri-Minet ; ainsi qu'à BNP Paribas et à un de ses collaborateurs, M. Topolanski. La Commission a constaté que ces manquements avaient généré des plus-values indues de plus de 700 000 euros (386 345 euros et 418 000 US dollars).

La Commission a sanctionné M. Lanteri-Minet pour avoir réalisé une opération d'aller et retour sur les titres AXA, au détriment de son établissement, BNP Paribas Equities France, et à l'avantage d'une société cliente de KBL.

Elle a sanctionné Mme El Hage, tout en prenant en considération sa relative inexpérience, pour avoir accepté une affectation *a posteriori* de titres France Télécom, en vue d'avantager un des clients de KBL.

Elle a sanctionné M. Zerbib pour avoir gravement abusé à son profit de la confiance de clients à l'occasion de l'exécution d'ordres sur le marché obligataire.

La Commission a estimé que M. Topolanski avait porté atteinte à l'intégrité du marché et manqué de loyauté vis-à-vis de son employeur en permettant l'une des opérations par lesquelles M. Zerbib avait abusé de la confiance de ses clients.

Elle a considéré qu'en sa qualité de président de KBL à l'époque des faits, M. Olivier Barre était responsable au premier chef des manquements, notamment en matière de contrôle interne, retenus à l'encontre de la société.

S'agissant de la société KBL, la Commission a retenu un ensemble de griefs portant notamment sur le non-respect des règles de couverture d'ordres stipulés à règlement-livraison différé (SRD), l'absence de mesures de prévention des conflits d'intérêts, l'absence de vérification de la capacité de clients, la non-justification du prix de certaines transactions et enfin des défaillances dans l'organisation du contrôle qui ont permis que se produisent des faits que la Commission a qualifiés de « particulièrement graves ». La Commission a observé que la société avait depuis lors adopté une série de mesures destinées à pallier les insuffisances relevées.

Enfin, la Commission a estimé qu'il y avait lieu de mettre hors de cause BNP Paribas et BNP Paribas Equities France, les griefs tenant à une défaillance en termes de contrôle n'apparaissant pas fondés.

Cette décision fait l'objet de recours pendants devant le Conseil d'État de la part de M. Olivier Barre, M. Dominique Lanteri-Minet, M. Laurent Zerbib et Mme Nisrine El Hage.

Le président du TGI de Paris a rejeté le 6 janvier 2005 la demande d'effacement de données nominatives contenues dans les publications des décisions de sanction qui avait été introduite par M. Laurent Zerbib et Mme Nisrine El Hage, le 24 décembre 2004, par voie de référé. Cette ordonnance fait l'objet d'un appel de la part des requérants. Les mêmes ont déposé un recours en référé suspension devant le Conseil d'État le 25 mars 2005.

Par ailleurs, l'ordonnance⁽¹⁾ rendue le 11 février 2005 par le Conseil d'État en référé a ordonné la suspension de la sanction pécuniaire infligée à M. Barre.

¹ Ordonnance consultable sur le site Internet de l'AMF dans la rubrique sanctions.

O MM. Jean-Marie Messier et Guillaume Hannezo, Vivendi Universal, 3 novembre 2004 (commission plénière) ⁽¹⁾

La Commission a prononcé à l'encontre de M. Jean-Marie Messier, Président-directeur général de la société Vivendi Universal (VU) et de la société VU, une sanction pécuniaire d'un montant, pour chacun, d'un million d'euros.

S'agissant de la procédure suivie, la Commission a rappelé que l'enquête n'organise pas, par nature, de procédure contradictoire, celle-ci n'étant mise en place qu'à compter de la désignation du rapporteur auquel il appartient d'apprécier les suites à réserver aux demandes formulées par les personnes mises en cause.

S'agissant des manquements liés à la communication financière de VU, la Commission a écarté la responsabilité de M. Hannezo en estimant qu'en ses qualités de directeur financier et de directeur général adjoint ne détenant aucun mandat social, il ne pouvait répondre que de la communication financière dont il était personnellement l'auteur et à propos de laquelle aucun grief ne pouvait être retenu à son encontre.

Sur le fond, la Commission a estimé que l'examen des règles de consolidation appliquées par la société VU aux sociétés Cegetel et Maroc Telecom montrait qu'aucun manquement ne pouvait être caractérisé de ce chef à son encontre.

En revanche, elle a considéré que c'était à tort que VU avait retenu un mode de consolidation par mise en équivalence de la société Telco et de la société Polska Telefonia Cyfrowa (PTC) dans laquelle Telco détenait des participations dans la mesure où VU, qui détenait 49 % directement et 2 % par l'intermédiaire de la société Ymer Finances, exerçait un pouvoir conjoint sur ces sociétés au cours de l'exercice 2001 qui imposait une consolidation par intégration proportionnelle. Elle a estimé que ce manquement à l'obligation de délivrer une information exacte, précise et sincère résultant de la méthode de consolidation par mise en équivalence indûment choisie par VU devait être reproché à M. Messier et à la société VU.

S'agissant de la communication financière sur l'endettement de la société sur la période d'octobre

à décembre 2000, la Commission a considéré qu'elle avait porté atteinte au principe de la bonne information du public et que la responsabilité en était imputable à M. Messier et à la société VU. En revanche, elle a estimé que ni l'information dispensée en 2001 à propos de l'endettement de la société ni la communication sur les résultats du groupe en 2001 et 2002 ne permettaient de caractériser un manquement.

La Commission a, enfin, estimé que l'omission d'informer le public sur les conditions d'accès de VU à la trésorerie de Cegetel et la communication de chiffres inexacts ou incomplets relatifs au *cash flow* net dans le communiqué du 25 septembre 2001 et lors des déclarations à la conférence de presse du 5 mars 2002 ainsi qu'à l'assemblée générale du 24 avril 2002 étaient constitutifs de manquements imputables à la société VU, responsable de toute communication financière faite en son nom, et que la société ne pouvait s'exonérer en attribuant exclusivement cette responsabilité à son dirigeant, et à M. Messier, qui ne pouvait pas davantage s'exonérer de sa responsabilité de dirigeant en invoquant les erreurs de ses services.

Ni M. Messier ni M. Hannezo n'ont été sanctionnés du chef des manquements d'initiés reprochés, la détention d'une information privilégiée n'ayant pas, en l'état, été caractérisée préalablement aux cessions de titres VU auxquelles ils ont procédé.

Cette décision fait l'objet de recours pendants devant la cour d'appel de Paris de la part de M. Messier et de la société VU.

P MM. Jacques Point, Dominique Donval et Denis Emonard, 18 novembre 2004 (deuxième section) ⁽²⁾

La Commission a prononcé des sanctions pécuniaires de :

- 50 000 euros à l'encontre de M. Point, Président-directeur général de la société C2D ;
- 20 000 euros à l'encontre de M. Donval, commissaire aux comptes de la société C2D ;
- 10 000 euros à l'encontre de M. Emonard, commissaire aux comptes de la société C2D.

La Commission a tout d'abord observé que la société Compagnie du développement durable (C2D) avait

¹ Revue mensuelle AMF, n° 9 de décembre 2004, pages 61 à 84.

² Revue mensuelle AMF, n° 10 de janvier 2005, pages 31 à 42.

comptabilisé dans ses comptes consolidés de l'exercice 2000, figurant dans son rapport annuel communiqué au public, au titre d'un contrat d'exportation, 3,83 millions d'euros de charges et 5,1 millions d'euros de chiffre d'affaires, par application de la méthode de la comptabilisation des travaux « à l'avancement », en considérant que le contrat était réalisé à hauteur de 37,5 %. Elle a constaté que la société n'avait pas, au 31 décembre 2001, engagé ces travaux et qu'elle avait comptabilisé ces charges aux seules fins de justifier l'enregistrement d'une somme de 5,1 millions d'euros, représentant 61 % du chiffre d'affaires consolidé.

Elle a estimé que les commissaires aux comptes de la société, MM. Donval et Emonard, étaient familiarisés avec la méthode à l'avancement pratiquée depuis l'origine par la société et qu'il résultait de l'analyse des documents sur lesquels ils s'étaient fondés que c'était en pleine connaissance de cause qu'ils avaient, le 31 mai 2001, certifié des comptes reposant sur une évaluation dépourvue de toute justification. Elle a considéré qu'ils avaient ainsi commis, à l'occasion de la publication et de la certification du bilan consolidé de C2D pour l'exercice 2000, « une violation particulièrement grave du règlement n° 98-07 » et trompé le public, en donnant « pour réguliers, fidèles et sincères » des éléments comptables dont l'irrégularité avait d'autant moins pu leur échapper que les écritures enregistrées « avaient pour effet d'optimiser la situation financière de C2D à un point tel qu'elles inversaient les résultats ».

La Commission a estimé que ce manquement était également constitué à l'encontre de M. Point, responsable, de par ses fonctions de Président-directeur général de la société à l'époque des faits, de l'établissement des comptes et de leur communication.

La Commission a, par ailleurs, constaté que la société avait irrégulièrement comptabilisé en produits d'exploitation, dans ses comptes consolidés pour l'exercice 2000, 1,95 million d'euros au titre de la cession de deux brevets. Elle a toutefois estimé, à cet égard, que si les commissaires aux comptes avaient fait montre d'une absence manifeste de vigilance et d'un défaut avéré de diligences, ceux-ci, aussi choquants soient-ils, ne les impliquaient pas de manière certaine dans la mesure où il n'était pas établi avec certitude qu'ils aient eu pleinement conscience du caractère

fictif de la recette indûment comptabilisée. Elle a en revanche considéré que ce manquement était constitué à l'encontre de M. Point qui, en toute connaissance de cause, avait publié le 31 mai 2001 des comptes consolidés ne donnant pas une image exacte de la société.

La Commission a également constaté que la société avait comptabilisé, dans ses comptes consolidés au titre de l'exercice 2000, 484 000 euros de chiffre d'affaires, correspondant à 30 % de l'ensemble du chiffre d'affaires attendu d'un contrat d'ingénierie alors que, ce contrat n'étant pas fermement conclu avec un client déterminé, il n'était pas possible de comptabiliser régulièrement un quelconque chiffre d'affaires sur un tel contrat dans le cadre d'une comptabilisation à l'avancement.

Elle a estimé, en conséquence, que le chiffre d'affaires et le résultat avant impôt de l'exercice 2000 avaient été surestimés et a retenu ce grief à l'encontre de M. Point dont elle a relevé que c'était en toute connaissance de cause qu'il avait publié, le 31 mai 2001, des comptes consolidés ne donnant pas une image exacte de la société.

La Commission des sanctions a dès lors conclu que M. Point avait tout à fait délibérément délivré des informations trompeuses au public dans les communications des 12 septembre 2001, 10 décembre 2001 et 28 janvier 2002 en méconnaissance des articles 2 et 3 du règlement COB n° 98-07 relatif à l'obligation d'information du public.

Cette décision fait l'objet de recours pendants devant la cour d'appel de Paris de la part de MM. Donval et Emonard.

Q Staci, 25 novembre 2004 (première section) ⁽¹⁾

La Commission des sanctions a constaté que la société Staci n'avait pas établi dans les délais impartis pour les exercices clos au 31 décembre 2000 et au 31 décembre 2001 de documents de référence susceptibles d'être enregistrés par la COB, en violation de l'article 3 du règlement COB n° 95-01 relatif à l'information à diffuser à l'occasion d'opérations réalisées sur le Nouveau marché, dont le contenu a été repris par

¹ Revue mensuelle AMF, n° 11 de février 2005, pages 127 à 130.

l'article 212-5 du règlement général de l'AMF dans des dispositions semblables.

Elle a considéré que ces carences avaient eu pour effet de fausser le fonctionnement du marché et de porter atteinte à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs et à leurs intérêts puisque ces derniers ont été privés d'une information complète sur la situation de la société au cours des exercices 2000 et 2001. La Commission des sanctions a toutefois relevé que la société Staci avait fait enregistrer un document de référence le 18 juin 2003 au titre de l'exercice 2002 et qu'elle avait depuis quitté le Nouveau marché.

En conséquence, la Commission des sanctions a prononcé une sanction pécuniaire de 5 000 euros à l'encontre de la société Staci.

R MM. Pierre Bilger et Philippe Jaffré, 2 décembre 2004 (commission plénière) ⁽¹⁾

La Commission des sanctions a décidé, sur l'information communiquée au public entre le 31 décembre 2001 et le 12 mars 2003 concernant la société Alstom, de ne prononcer aucune sanction à l'encontre de MM. Pierre Bilger et Philippe Jaffré en qualité, pour le premier, de Président-directeur général puis de président du conseil d'administration et, pour le second, de conseiller du Président-directeur général chargé des questions financières puis de directeur financier d'Alstom.

Il leur était reproché, sur le fondement des articles 1 à 4 du règlement COB n° 98-07 relatif à l'obligation d'information du public, dans des termes identiques, d'avoir, d'une part, communiqué au public des informations dont la tonalité très rassurante contrastait avec les réserves émises en interne concernant les problèmes rencontrés dans le domaine des turbines à gaz de grande puissance GT24/26 et, d'autre part, de s'être abstenus d'informer le public de l'évolution de la mise en œuvre du programme de cessions d'actifs industriels non stratégiques inclus dans le plan *Restore Value* présenté au public le 14 mars 2002.

La Commission des sanctions a considéré que les conditions de l'imputabilité à M. Philippe Jaffré, qui n'avait jamais eu la qualité de dirigeant social au sens de l'article L. 225-17 du code de commerce et n'était

jamais, au cours de la période considérée, intervenu de façon indépendante dans la communication d'Alstom, faisaient défaut.

Concernant M. Pierre Bilger, pour lequel elle a estimé que les conditions d'imputabilité étaient réunies, la Commission des sanctions a considéré qu'aucun manquement n'était caractérisé, dans la mesure où l'amélioration de la situation des turbines, sensible jusqu'en novembre 2002, justifiait les informations globalement positives communiquées au public par M. Pierre Bilger avant le 31 décembre 2002, date à laquelle il a cessé d'exercer des responsabilités en matière de communication financière et où le projet de cession, dans le cadre du plan *Restore Value*, d'activités non stratégiques a été réalisé sans retard significatif ; aucun actif stratégique n'ayant été cédé sous la présidence de M. Pierre Bilger, ainsi qu'il s'y était engagé.

S MM. Maurice Benchetrit, José Macia et Nicolas Bakar, 6 décembre 2004 (première section) ⁽²⁾

La Commission des sanctions a :

- infligé une sanction pécuniaire de 100 000 euros à l'encontre de M. Macia ;
- mis hors de cause MM. Benchetrit et Bakar.

La Commission a tout d'abord considéré qu'il n'est pas établi en l'espèce que MM. Benchetrit et Bakar aient disposé d'une quelconque information « précise » sur la situation délicate de la société avant novembre 2001, et qu'ainsi la vente antérieure, directement ou indirectement, d'actions Telecom City ne peut donc être attribuée à la détention d'une information privilégiée. En revanche, la Commission a retenu l'exploitation d'une information privilégiée par M. Macia lors de la vente de ses actions entre juin 2001 et janvier 2002, car celui-ci a reconnu savoir que le résultat à fin mars de la société qu'il présentait au marché comme florissante allait être négatif.

La Commission a constaté qu'il n'est pas établi que l'information selon laquelle la société Photoreflex était « leader des services photographiques sur Internet en France » était trompeuse du fait de l'absence d'éléments économiques comparatifs.

¹ Revue mensuelle AMF, n° 11 de février 2005, pages 121 à 127.

² Revue mensuelle AMF, n° 12 de mars 2005, pages 73 à 81.

La Commission a également relevé que le manquement relatif à l'absence de l'établissement annuel du document de référence de la société Telecom City ne pouvait pas être retenu à l'égard de ses dirigeants car cette obligation du règlement COB n° 95-01 ne pèse que sur la seule personne morale émettrice.

La Commission a ensuite relevé que M. Macia, Président-directeur général à l'époque des faits, a reconnu qu'à « fin mars, il y avait du fait des inexactitudes comptables un résultat positif qui n'avait pas lieu d'être » et que le chiffre d'affaires du deuxième trimestre était en régression de 30,5 % par rapport à celui de l'exercice précédent. Elle a donc estimé que les informations communiquées les 23 août et 28 novembre 2001, relatives respectivement au chiffre d'affaires annuel consolidé pour l'exercice clos au

31 mars 2001 et au maintien des objectifs d'activité, étaient inexacts et trompeuses.

La Commission a enfin retenu que l'absence de mention de M. Benchetrit, directeur commercial en titre, dans l'organigramme de la société Telecom City figurant dans son prospectus d'introduction constituait, au regard du passé de celui-ci, un manquement aux articles 2 et 3 du règlement COB n° 98-07 imputable à M. Macia.

Cette décision fait actuellement l'objet d'un recours pendant devant la cour d'appel de Paris de la part de M. Macia. Par une ordonnance en date du 19 avril 2005, le Président délégué à la cour d'appel de Paris a rejeté la demande de sursis à exécution formée par M. Macia.

3 Les suites des décisions de sanction prononcées par la COB, le CMF et le CDGF

A Cour d'appel de Paris, 27 avril 2004, Mme Régina Rubens et Mme Séverine Chapellier ⁽¹⁾

Par arrêt, la cour d'appel de Paris a déclaré irrecevable le recours formé par Mme Régina Rubens à l'encontre de la décision de la COB l'ayant sanctionnée le 4 mars 2003 ⁽²⁾, et a annulé la procédure conduite à l'encontre de Mme Séverine Chapellier, au motif qu'elle n'a pas été en mesure d'exercer de manière effective et contradictoire les droits de sa défense. Mme Régina Rubens a formé un pourvoi en cassation à l'encontre de cet arrêt. L'AMF s'est également pourvue en cassation.

B Conseil d'État, 10 mai 2004, Banque Clément, Crédit du Nord et M. Henry Rossignol ⁽³⁾

Par trois arrêts, le Conseil d'État a rejeté les requêtes présentées par la Banque Clément, le Crédit du Nord et M. Henry Rossignol tendant à l'annulation de la décision du CDGF du 1^{er} octobre 2001 ⁽⁴⁾ ayant prononcé, à l'encontre de la Banque Clément et du Crédit du Nord un blâme et une sanction pécuniaire d'un million de francs chacun, et à l'encontre de

M. Henry Rossignol une sanction pécuniaire de 400 000 francs ainsi qu'une interdiction définitive d'exercer une activité dans le domaine de la gestion pour le compte de tiers.

C Conseil d'État, 10 mai 2004, Société Etna Finance (venant aux droits de la société Financière Valvert) et M. Brat ⁽⁵⁾

Par cet arrêt, le Conseil d'État a rejeté les requêtes présentées par la société Etna Finance, venant aux droits de la société Financière Valvert, et par M. Brat tendant à l'annulation de la décision du CDGF du 4 février 2002 ⁽⁶⁾ ayant prononcé un avertissement à l'encontre de M. Brat et à l'encontre de la société Financière Valvert une sanction pécuniaire de 50 000 euros.

D Cour d'appel de Paris, 8 juin 2004, Verneuil Participations

Par cet arrêt, la cour d'appel de Paris a partiellement réformé la décision de sanction prononcée par la COB le 13 novembre 2003 ⁽⁷⁾, en écartant le manquement tiré

¹ Revue mensuelle AMF, n° 4 de juin 2004, pages 97 à 102.

² Rapport annuel AMF 2003, page 154.

³ Revue mensuelle AMF, n° 5 de juillet-août 2004, pages 37 à 48.

⁴ Rapport annuel COB 2001, page 164.

⁵ Revue mensuelle AMF, n° 5 de juillet-août 2004, pages 49 à 53.

⁶ Rapport annuel COB 2002, page 219.

⁷ Rapport annuel AMF 2003, page 161.

de la publication tardive des comptes approuvés pour l'exercice 2001. De ce fait, la cour a ramené la sanction pécuniaire prononcée par la COB à 70 000 euros.

E Conseil d'État, 20 septembre 2004, MM. Philippe Dapsens et Hervé Catteau, et Mme Soudabeh-Kimy Thizeau ⁽¹⁾

Par trois arrêts, le Conseil d'État a partiellement annulé la décision du CMF du 17 décembre 2002 ⁽²⁾ en tant qu'elle infligeait un blâme à MM. Philippe Dapsens et Hervé Catteau, au motif du non-respect du délai de convocation à la séance de jugement, et a rejeté la requête présentée par Mme Soudabeh-Kimy Thizeau tendant à l'annulation de cette décision du CMF ayant prononcé à son encontre un blâme.

F Divers

L'AMF a abandonné le pourvoi en cassation qu'elle avait formé à l'encontre de l'arrêt de la cour d'appel de Paris du 24 février 2004 ⁽⁴⁾ qui avait annulé la décision de la COB du 14 avril 2003 ⁽⁵⁾.

¹ Revue mensuelle AMF, n° 11 de février 2005, pages 139 à 146.

² Revue mensuelle CMF, n° 58 de mai 2003, p. 117.

³ Rapport annuel AMF 2003, page 171.

⁴ Revue mensuelle AMF, n° 2 de avril 2004, pages 13 à 17.

⁵ Rapport annuel AMF 2003, page 155.

7

CHAPITRE

L'Autorité des marchés financiers et le public

- 202 | **1** Le rapport du médiateur
- 209 | **2** Les consultations et la concertation
avec la place
- 217 | **3** Les actions pédagogiques
et l'information du public

L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS ET LE PUBLIC

L'Autorité des marchés financiers protège les intérêts des investisseurs par des actions de pédagogie et de médiation auprès des particuliers. Son objectif n'est pas de se prononcer sur l'opportunité d'un placement ni de garantir un produit, mais de permettre aux investisseurs de disposer de tous les éléments nécessaires à une prise de décision éclairée. Ce rôle pédagogique s'accompagne d'un service de la médiation en cas de litige.

Par ailleurs, dans un souci de dialogue permanent avec la place, l'AMF a mis en place, conformément à l'article L. 621-2, III du code monétaire et financier, cinq commissions consultatives composées de professionnels de la place. Concomitamment à ces commissions consultatives, l'Autorité dans le sillage de la COB et du CMF, bénéficie de l'expertise de groupes de travail spécialisés. Elle s'est enfin entourée d'un conseil scientifique.

1 Le rapport du médiateur

A Présentation et finalités

La fusion intervenue entre le CMF et la COB n'a pas affecté l'activité du service de la médiation, dans la mesure où elle 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.

Bien au contraire, la loi de sécurité financière l'a en quelque sorte consacrée, le premier alinéa de l'article L. 621-19 du code monétaire et financier disposant 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 ».

Toutefois, le 27 avril 2004, le service de la médiation a vu son responsable changer, Daniel Farras appelé à de nouvelles fonctions au sein de l'AMF ayant été remplacé, en tant que médiateur, par Madeleine Guidoni, précédemment magistrat en détachement au CMF comme conseiller juridique.

Le service de la médiation comprend actuellement, sous l'autorité du médiateur, 3 juristes et 2 assistantes.

Le service de la médiation a pour mission de garantir un suivi précis des dossiers reçus, notamment grâce à l'actualisation constante de la base informatique

Mediator. Il procède à une analyse des réclamations et des demandes de médiation et veille à la qualité des réponses apportées et au respect des délais.

Soucieux des intérêts des investisseurs non professionnels, comme de ceux des prestataires concernés, il contribue à la vigilance de l'AMF sur les marchés et à la protection de l'épargne publique ainsi qu'à l'action de communication de l'AMF via les médias ou la participation aux salons et forums.

L'installation de l'AMF s'est accompagnée de la mise en place de cinq commissions consultatives⁽¹⁾ auxquelles le service de la médiation, compte tenu de l'étendue des thèmes qui lui sont soumis, a participé, selon l'ordre du jour prévu.

C'est ainsi qu'il a participé systématiquement à la commission consultative « Épargnants et actionnaires minoritaires » et aux travaux du groupe de travail « Éducation des investisseurs » créé à l'initiative de cette commission pour déterminer et organiser la formation des épargnants, ainsi qu'aux travaux de la commission « Activités de gestion financière » et au cas par cas, selon les sujets traités, aux autres commissions consultatives.

En outre, le service a suivi la mise en place du règlement général de l'AMF, regroupant les textes existants à la COB et au CMF et y intégrant les ajouts nécessaires à la prise en compte des innovations européennes.

¹ Voir infra Les consultations et la concertation avec la place, les travaux des commissions consultatives page 209.

7 L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS ET LE PUBLIC

B Le flux des dossiers de consultation et de médiation

Le service de la médiation distingue 2 types de dossiers :

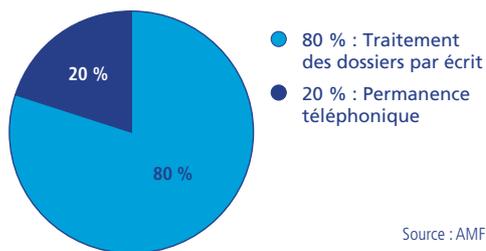
- les consultations, dossiers dans lesquels le service de la médiation répond essentiellement aux épargnants particuliers sur les questions techniques relatives à tous les domaines de compétence de l'AMF ;

- les médiations, dossiers relatifs à tout différend entre intermédiaires et clients lorsque les parties concernées souhaitent trouver une solution amiable.

1 861 dossiers ont été ouverts en 2004, dont 1 426 consultations et 485 médiations. Le flux annuel est en légère baisse par rapport à l'année dernière (2 020 dossiers). La répartition des dossiers entre les deux catégories ou missions a varié (74 % de consultations et 26 % de médiations alors qu'elle était de 66 % et 34 % respectivement en 2003).

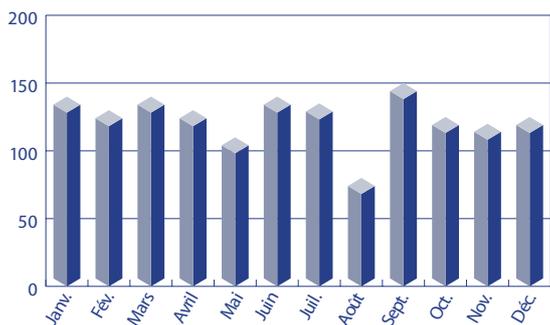
1 530 correspondants ont en outre été accueillis lors des permanences téléphoniques assurées les mardis et les jeudis après-midi, soit une légère baisse par rapport à 2003 (1 632).

Temps consacré à la permanence téléphonique (4 heures par semaine mobilisant 2 juristes et 2 assistantes)



Source : AMF

Demandes traitées par téléphone en 2004 : 1 530 au 31/12/2004



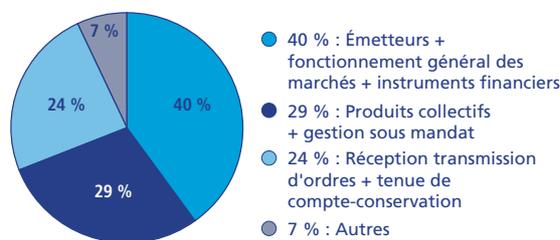
Source : AMF

C Les thèmes traités

Les dossiers sont répartis entre les 11 thèmes généraux suivants :

Produits collectifs, gestion sous mandat, transmission/exécution des ordres, tenue de compte-conservation, émetteurs, fonctionnement général des marchés, instruments financiers (autres que produits collectifs), démarchage, conseil en gestion de patrimoine en investissements financiers, organismes de contrôle/tutelle/défense, divers.

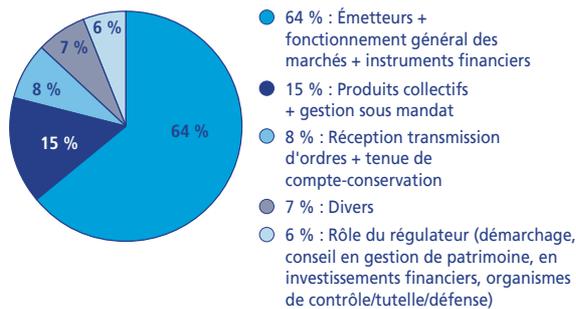
1 La répartition des médiations et des consultations par thème



Source : AMF

2 Les consultations

Répartition des consultations par thème



Source : AMF

Les dossiers de consultation sont clôturés dès que le service de la médiation a 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 de la médiation répond directement à la plupart des interrogations dans le délai moyen d'un mois.

SITUATION AU 31 DÉCEMBRE 2004	
Nombre de consultations traitées	1 326
* dont consultations reçues depuis un mois au plus	94 %
* dont consultations reçues depuis plus d'un mois	6 %

Source : AMF

Cependant, il peut arriver que la demande requière des vérifications nécessitant les compétences d'autres services, notamment en matière de dénonciation de manipulations de cours ou de fausse information. Dans ces cas-là, le requérant est informé de cette transmission interne « pour attribution ».

Dans d'autre cas, seul l'avis d'autres services est demandé et la réponse est faite au plaignant par la médiation dès réception de cet avis.

Parfois, certaines questions portent sur une matière qui ne relève pas de l'Autorité, mais se rattachent à des difficultés rencontrées lors d'investissements boursiers. Il en est ainsi des interrogations portant sur des contrats d'assurance-vie, 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. Il en va de même des questions purement fiscales ou bancaires.

Le service de la médiation indique, dans chaque cas, à ses correspondants le ou les organismes susceptibles de répondre ou d'intervenir.

Pour les consultations de la compétence de l'Autorité, la complexité croissante des questions posées est à relever.

Ainsi, peut-on citer les interrogations relatives aux obligations d'information de l'investisseur porteur de parts d'OPCVM européens, notamment à l'occasion d'une fusion-absorption. Lorsque des modifications affectent des OPCVM européens coordonnés, l'épargnant français peut bénéficier d'un niveau d'information moindre que s'il était détenteur de parts d'OPCVM de droit français (l'instruction⁽¹⁾ sur le sujet prévoit en effet que les investisseurs français sont rendus destinataires d'une information dans les mêmes conditions que les porteurs de l'État d'origine de l'OPCVM et que le correspondant centralisateur devra diffuser une information par courrier reprenant celle

diffusée dans l'État d'origine lorsque cette dernière ne donne lieu qu'à un communiqué).

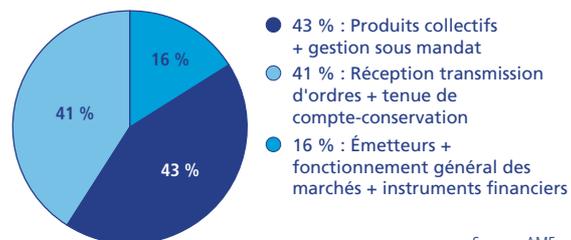
Dans ce genre de situation, l'épargnant français se heurte à un double problème :

- s'il interroge le service de la médiation, aucune information ne pourra lui être transmise dans la mesure où l'opération est soumise à la régulation d'une autre autorité de tutelle ;
- s'il se rapproche de sa banque ou de l'entité qui a commercialisé le produit, l'interlocuteur, ne disposant généralement pas de plus d'informations que celles reçues par l'investisseur, ne sera pas à même de l'éclairer de manière précise.

Afin de remédier à une telle situation, on pouvait souhaiter que le régulateur exige pour tout changement substantiel affectant un OPCVM étranger une information dont le contenu corresponde à ce qui est exigé pour les OPCVM français. C'est ce qui vient d'être fait par l'instruction n° 2005-01 de l'AMF du 11 mars 2005.

3 Les médiations

Répartition des médiations par thème



Source : AMF

SITUATION AU 31 DÉCEMBRE 2004	
Nombre de médiations clôturées	485
* dont médiations reçues depuis six mois au plus	82 %
* dont médiations reçues depuis plus de six mois	18 %

Source : AMF

¹ Instruction AMF n° 2005-01 du 25 janvier 2005.

7 L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS ET LE PUBLIC

82 % des dossiers de médiation sont clôturés dans les six mois de leur ouverture. Pour le solde non clôturé dans les six mois, il s'agit le plus souvent de dossiers dont le traitement est suspendu par une enquête ou l'avis demandé à un autre service de l'Autorité. Il se peut aussi que les réponses ou les documents demandés soient, pour des raisons multiples (ancienneté des faits, changement de prestataire), difficiles à recueillir.

Même si l'année 2004 n'a pas vu de grands changements dans les thèmes des dossiers soumis au service de la médiation, il convient néanmoins de reprendre brièvement quelques thèmes pour en souligner la permanence ou le renforcement.

a) Les fonds à formule

Au cours de l'année écoulée, les fonds à formule ont continué à faire l'objet de nombreuses réclamations.

Les pertes en capital constatées à l'échéance par les souscripteurs de fonds à formule ont été à l'origine de moins de réclamations et questions reçues en 2004 par rapport à 2003. La médiation a continué néanmoins à recevoir des dossiers relatifs au produit « Benefic », qu'elle a adressés à l'organisme chargé de leur traitement centralisé au sein de La Poste afin de laisser la priorité à une solution interne avant son éventuelle intervention.

Tous les dossiers ainsi transmis à la Poste ont néanmoins fait l'objet d'un suivi par la médiation qui a demandé à être tenue informée de leur traitement tant du point de vue des délais que du fond.

Par ailleurs, les services spécialisés de l'AMF ont poursuivi l'enquête ouverte fin 2003 sur les conditions de commercialisation du produit, dossier sur lequel aucun commentaire ne peut, dès lors, être fait.

En dehors de « Benefic », d'autres produits arrivant à échéance en 2004 ont également fait l'objet de nombreuses réclamations. Dans la plupart de ces dossiers, aucune solution amiable n'a pu être trouvée dans la mesure où l'établissement offrant ces produits a pu apporter la preuve que les bulletins de souscription avaient été signés avec une mention manuscrite selon laquelle le client reconnaissait avoir pris connaissance de la notice d'information relative au produit et qu'à la lecture de celle-ci, il ne pouvait subsister aucun doute quant au caractère non garanti du placement décrit.

Dans d'autres cas, s'agissant toujours de fonds à formule, l'établissement a parfois octroyé un dédommagement de la perte subie, tout en insistant sur le fait que le produit avait été commercialisé avec toutes les diligences nécessaires, notamment quant à

sa bonne compréhension par le client dont la situation financière avait été préalablement examinée. Ces « gestes commerciaux », selon la qualification retenue par les professionnels eux-mêmes, trouvent souvent leur origine dans l'âge avancé du client et sa fidélité à l'établissement.

En dehors des particuliers écrivant à titre individuel à la médiation, l'année 2004 a vu se renforcer dans ces dossiers l'action d'associations de défense des usagers ou d'avocats spécialisés.

Les plaignants y dénoncent en général les conditions de commercialisation et mettent en avant la manière dont ils ont été incités à abandonner un produit d'épargne administrée pour ce produit présenté oralement comme comportant une garantie en capital alors que les plaignants venaient de préciser justement ne vouloir prendre aucun risque. Dans la plupart des cas, la notice visée par la Commission des opérations de bourse ne leur a pas été remise et ils se sont fiés à des documents ne mentionnant que les avantages du produit. 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 et rassurés sur l'avenir de leur placement. Les situations sont souvent pathétiques (personnes âgées, handicapées) et le préjudice subi va souvent au-delà de la perte en capital. La plupart des plaignants ont le sentiment d'avoir été abusés alors qu'ils avaient toute confiance dans leur conseiller et ne pouvaient même pas imaginer que ce dernier les exposerait ainsi à de tels risques.

Les professionnels mis en cause se contentent souvent de faire référence aux mentions du contrat écrit selon lesquelles le client reconnaît avoir reçu la notice et en avoir pris connaissance. Lorsque la preuve de cette remise ne peut être apportée, ils invoquent les procédures internes encadrant la commercialisation de tels produits et l'énoncé des documents publicitaires. Pour ces raisons, la plupart des dossiers ne donne pas lieu à indemnisation par l'organisme en charge de les traiter.

Les plaignants commencent à exploiter d'autres voies pour essayer d'obtenir réparation de leur préjudice auprès des tribunaux.

b) Les anomalies de marché

De même, sont restés nombreux cette année les dossiers dénonçant les anomalies du marché et l'information relative à la situation des émetteurs en difficulté. Ces courriers sont souvent motivés par la constatation soit d'une évolution de cours défavorable, soit d'une

brusque variation. Dans ces cas-là, le service de la médiation examine les faits relatés et, en cas de besoin, transmet aux services spécialisés de l'Autorité l'alerte ainsi faite. À cet égard, il est souvent difficile de faire comprendre aux épargnants que leur lettre ne peut donner lieu dans tous les cas à ouverture d'un contrôle ou d'une enquête, et en cas d'ouverture d'une telle procédure, qu'aucune information sur le déroulement de celle-ci, et sur son issue, ne pourra être donnée du fait de la confidentialité. En cas de soupçon d'infraction pénale, il est indiqué aux plaignants qu'ils peuvent directement s'adresser à l'autorité judiciaire pour faire valoir leurs droits.

Parmi les dossiers reçus, certains ont permis de détecter des pratiques irrégulières et ont donné lieu, sous l'impulsion ou en coordination avec le service de la médiation, à la publication de mises en garde sur le site Internet de l'Autorité et transmission à la justice, seule compétente. Il en a été ainsi, par exemple, pour l'offre de titres de la société Poseidis Inc inscrite sur un marché étranger non reconnu en France ou pour une proposition de démarchage irrégulier concernant le produit I-Forex.

D'autres lettres ont été relatives aux interruptions de cotation dont les épargnants particuliers ne comprennent pas toujours les raisons et n'ont pas toujours l'explication claire de la part de leur intermédiaire financier.

Il en est ainsi de la suspension « dans l'attente d'un communiqué de la société » ou de la révélation tardive d'une procédure de redressement ou de liquidation judiciaire. Dans ce dernier cas, même si l'Autorité tient régulièrement à jour sur son site Internet la liste des sociétés qui ne publient pas dans les délais leurs comptes ou leur document de référence, lorsqu'elles sont tenues d'en publier un, les actionnaires individuels ont souvent l'impression d'avoir été mis devant le fait accompli et demandent conseil sur la conduite à tenir.

c) Les opérations sur titres

Comme par le passé, le service de la médiation a été très sollicité en 2004 à l'occasion des opérations sur titres. Son intervention en matière d'offres publiques peut se décomposer en 3 étapes, à l'image de ce qui s'est passé pour l'opération Wanadoo (offre publique mixte, OPR puis OPRO).

Avant le dépôt du projet d'offre, les épargnants écrivent pour dire qu'ils s'inquiètent des rumeurs ou de l'annonce officielle d'un prochain dépôt de projet. Le service leur répond en leur décrivant les grandes lignes de la procédure d'offre publique en droit français et le rôle que tiendra l'Autorité et en leur recommandant la vigilance sur les valeurs concernées. Après le dépôt, les actionnaires témoignent de leur souci que l'opération ne se fasse pas à leur détriment et demandent à l'Autorité de tout mettre en œuvre pour protéger les intérêts des « actionnaires individuels ». Ces courriers sont généralement portés à la connaissance du service spécialisé en charge des opérations financières afin que les inquiétudes des actionnaires soient prises en compte lors de l'examen du projet.

Après la décision de recevabilité de l'offre par l'AMF, les actionnaires contestent souvent le prix de l'offre ou la parité retenue et mettent en cause la légitimité de la décision prise. Il leur est expliqué alors le contexte et les éléments objectifs ayant conduit à la solution retenue, tout en rappelant les voies de recours à leur disposition. Les actionnaires veulent parfois obtenir du service de la médiation un conseil sur le choix à faire entre apporter ou non leurs titres à l'offre. Il leur est alors répondu qu'aucun conseil de ce type ne peut être donné mais des explications sur les modalités de l'offre et les suites qui pourront lui être données (maintien des minoritaires, fusion, OPRO) sont fournies pour éclairer une initiative qui ne peut être que personnelle.

Après l'opération, les actionnaires individuels en suivent l'évolution. Ainsi, France Télécom ayant annoncé, le 28 avril 2004, à l'issue de l'offre publique mixte, qu'elle allait fusionner avec Wanadoo, de nombreux actionnaires ont écrit à la médiation afin de demander à l'Autorité de requérir le dépôt d'un projet d'OPR, requêtes immédiatement transmises au service compétent en charge des opérations financières.

Il est très fréquent que les épargnants contestent l'opération, tout particulièrement en cas de retrait obligatoire. Ils ne comprennent pas que leurs titres puissent disparaître de leur portefeuille alors qu'ils ne voulaient pas les apporter à l'offre. Ils mettent souvent en cause leur intermédiaire financier qu'ils jugent responsable de ce qu'ils qualifient d'atteinte à la propriété privée et il faut leur expliquer de nouveau le cadre juridique et réglementaire de ce type d'opération.

De telles explications ont été données pour clarifier le mécanisme utilisé dans l'opération Wanadoo qui comprenait une offre principale mixte et deux offres subsidiaires (OPE et OPA). Certains actionnaires avaient choisi d'apporter leurs titres à l'OPA et ont été surpris

7 L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS ET LE PUBLIC

de constater qu'une partie de leurs titres avait été apportée à l'offre principale. Il leur a été rappelé que la note d'opération prévoyait un mécanisme de réduction des offres subsidiaires « au cas où le nombre total d'actions Wanadoo apportées à l'OPA ne serait pas égal à 55 divisé par 45 (1,22) (le «Ratio») fois le nombre total d'actions Wanadoo apportées à l'OPE ».

Il arrive enfin que les épargnants se plaignent de ne pas avoir été informés de l'opération dans les délais utiles ou que leurs instructions n'aient pas été prises en compte. En cas de dysfonctionnement avéré, le service de la médiation intervient auprès de l'intermédiaire afin d'aboutir à une solution amiable.

d) La gestion

Comme par le passé, la gestion sous mandat a donné lieu à de nombreuses réclamations mettant en cause le devoir d'information et de conseil des prestataires. Les courriers mettent en avant une mauvaise adéquation de l'orientation choisie au moment de l'entrée en relation avec les souhaits du client, une explication sommaire par le prestataire des termes « prudente, dynamique, équilibrée », un suivi irrégulier, voire inexistant du portefeuille géré, et l'absence d'ajustement en cas de pertes importantes.

Face à de tels constats, on ne peut que recommander une plus grande précision de part et d'autre au moment du choix de l'orientation. L'épargnant doit avoir le maximum de conseils et doit s'engager sur un document écrit et détaillé. Le professionnel doit examiner sa situation patrimoniale avec le plus grand soin et expertiser sa demande afin de lui proposer la gestion la plus adaptée.

Tout au long du mandat, un dialogue régulier et documenté doit s'instaurer. À côté du rapport au moins semestriel qu'il doit lui adresser, le professionnel devrait aviser le client par écrit de tout changement d'orientation et faire le point en cas d'événements significatifs comme la baisse importante des actifs gérés.

Cela pourrait éviter nombre de difficultés mettant aux prises, à un moment où la situation n'est plus rattrapable, un épargnant s'estimant floué par un professionnel en qui il avait mis toute sa confiance et un intermédiaire convaincu d'avoir agi au mieux des intérêts de son client.

D Les perspectives

Ce rapide point sur l'année écoulée met en évidence quelques lignes qui devraient dessiner les perspectives à venir.

1 Un taux encourageant de consultations non contestées et de médiations réussies

Du 1^{er} janvier au 30 décembre 2004, il a été répondu à 1 326 consultations.

Aucune des lettres adressées aux requérants, et portant sur tous les domaines de la compétence de l'AMF, n'a fait l'objet de contestation mettant en jeu la pertinence de la réponse. Compte tenu de la complexité croissante des questions techniques posées, on ne peut que se réjouir de cette situation et s'engager à maintenir ce pourcentage pour l'avenir.

En ce qui concerne les médiations, du 1^{er} janvier au 31 décembre 2004, 485 dossiers de médiation ont été traités et 58 % de ceux qui ont pu être engagés sur le fond ont abouti à un accord.

En effet, outre le fait que l'AMF ne peut traiter que des sujets entrant dans son domaine de compétence, la procédure de médiation obéit aux principes d'une charte au nombre desquels figure son caractère volontaire.

Dans un certain nombre de cas, le professionnel interrogé par le service de la médiation estime n'avoir commis aucune faute et refuse le principe même de sa participation à une procédure amiable. Dans ces cas-là, on ne peut, en général (il arrive heureusement que les courriers arrivent à convaincre les intéressés du bien-fondé d'une telle procédure), que tirer les conséquences de ce refus et clôturer le dossier.

C'est parfois l'épargnant qui, au vu de la proposition d'indemnisation qui lui est faite et qu'il juge insuffisante, se retire du dossier.

Pour les dossiers dans lesquels une instruction contradictoire a pu s'engager sous l'égide du médiateur, il est particulièrement satisfaisant de constater que plus de la moitié font l'objet d'accords amiables, prenant la forme d'une régularisation (opérations contestées annulées), d'une indemnisation totale ou partielle de la perte subie ou d'un geste commercial.

C'est ainsi que dans un dossier relatif à une gestion sous mandat, le client a pu obtenir une indemnisation à hauteur de 20 000 euros représentant la perte en capital subie, alors que sa réclamation en interne, tant auprès du responsable du département gérant son compte qu'auprès du médiateur de l'établissement, n'avait reçu aucune réponse favorable et que la situation semblait bloquée.

Dans un autre dossier, l'établissement a accepté de faire un récapitulatif des opérations exécutées par erreur et d'octroyer au client une compensation financière de 18 210 euros.

Parfois, le geste commercial prend la forme de la prise en charge de l'imposition des intérêts générés par la solution proposée (par exemple, le rachat partiel d'un contrat) ou des frais complémentaires induits.

2 Des réclamations nombreuses et de plus en plus souvent assistées

En 2004, les investisseurs non professionnels sont restés nombreux à manifester leur inquiétude et à solliciter auprès du service de la médiation aide et assistance, soit pour comprendre un point technique, soit pour obtenir de leur intermédiaire la solution amiable d'un conflit. La légère tendance que l'on peut déceler concerne la présence de plus en plus fréquente à leur côté d'avocats ou d'associations de défense qui reconnaissent ainsi la légitimité du service comme étape préalable à une éventuelle procédure judiciaire.

En même temps, ce phénomène atteste que les interrogations des épargnants, liées à des produits ou à des mécanismes de plus en plus complexes, deviennent également très pointues. La leçon à en tirer devrait mener à une réflexion vers une réglementation claire et précise, simple à comprendre et à respecter.

3 Un dialogue plus institutionnel avec les intermédiaires

Même si certains intermédiaires, heureusement très minoritaires, restent méfiants, voire hostiles à l'incursion d'un médiateur extérieur dans ce qu'ils considèrent être des relations de clientèle à résoudre dans le seul cadre de l'entreprise, de plus en plus d'entre eux souhaitent, notamment par le biais de leurs déontologues, prolonger la coopération avec le service de la médiation au-delà des seuls dossiers individuels les mettant en cause.

C'est ainsi qu'en dehors de tout cas particulier, un dialogue riche et fructueux peut être mis en place afin d'améliorer les procédures internes et réduire le nombre de litiges, par une explication de la réglementation et des pistes de sa mise en application efficace.

Dans ces circonstances, les intermédiaires manifestent leur réelle volonté de réforme et leur confiance envers le service de la médiation pour les aider dans cette tâche. Ces relations décriées sont évidemment précieuses pour le traitement des cas particuliers et, à terme devraient permettre de prévenir un grand nombre de difficultés.

À cet égard, force est de constater que les efforts fournis en matière de déontologie et de développement des fonctions de responsable des services d'investissement et de déontologue commencent à porter leurs fruits.

4 Une mission de protection de l'épargne qui s'inscrit dans un souci général d'une meilleure prise en compte des épargnants individuels

C'est ainsi qu'ont été ouverts les chantiers visant à l'amélioration de l'information portant sur les OPCVM, l'encadrement du démarchage, la structuration du conseil en investissements financiers, la perception plus claire du travail des organes dirigeants des sociétés et l'établissement d'un règlement général reprenant l'ensemble des textes existants en y intégrant les innovations européennes.

Les épargnants individuels semblent mieux reconnus comme acteurs à part entière du marché boursier et commencent à s'organiser pour une défense commune de leurs intérêts.

Un groupe de travail, organisé sous l'égide de l'Autorité, relatif à la formation des épargnants a été constitué et a réuni l'ensemble des interlocuteurs représentatifs en la matière.

2 Les consultations et la concertation avec la place

A Les travaux des commissions consultatives

Faisant usage de la faculté prévue par l'article L. 621-2, III du code monétaire et financier, l'Autorité des marchés financiers a décidé, en février 2004, de constituer cinq commissions consultatives permanentes appelées à l'aider à conduire sa réflexion et à forger sa doctrine au regard des évolutions des techniques, des produits, des structures de marché et de l'environnement juridique et financier national et international.

Ces commissions sont composées d'experts désignés par le Collège de l'AMF et présidées par des membres du Collège à qui il revient d'animer leurs travaux et d'en rapporter les résultats devant le Collège. Les membres des commissions consultatives sont nommés pour une durée de trois ans.

Chacune de ces commissions élabore son programme de travail et se réunit en moyenne une fois par mois. Les services de l'AMF pilotent les travaux préparatoires de ces commissions.

1 Opérations et information financières des émetteurs

La commission opérations et information financières des émetteurs, présidée par Bernard Esambert, puis par Jean-Michel Naulot, membres du Collège de l'AMF, compte vingt personnalités qualifiées dans le domaine du droit, de l'économie et de la finance représentant à la fois des banques, des entreprises d'investissement, des émetteurs et des entreprises de marché. Elle s'est réunie à neuf reprises au cours de l'année 2004.

La commission a été saisie, à plusieurs reprises, en sus des travaux menés dans le cadre de l'élaboration du règlement général de l'AMF, de questions concernant la directive sur 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 (directive prospectus). La commission a notamment suivi les travaux de transposition de ce texte en droit français, les propositions du groupe de travail Euronext sur les évolutions réglementaires pour les valeurs moyennes,

ainsi que le projet de réforme législative des obligations applicables aux émetteurs faisant appel public à l'épargne.

Elle a également étudié l'état des négociations de la directive sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information au sujet des émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé (directive transparence) ainsi que les orientations proposées par le CESR (niveau 2 de la comitologie) et plus particulièrement les sujets à débattre concernant la diffusion et l'archivage de l'information réglementée.

La commission a également été invitée à donner son avis sur la transposition de la directive concernant les opérations d'initiés et les manipulations de marché (directive abus de marché) et plus précisément sur le cas particulier des contrats de liquidité et des programmes de rachat d'actions.

Par ailleurs, la commission a été saisie d'un certain nombre de sujets comptables. Lors d'une présentation qui lui a été faite en avril sur la transition aux normes IFRS, elle a notamment suggéré au Collège que les services de l'AMF alertent les sociétés de la nécessité de collecter l'information nécessaire à l'établissement des comptes en normes IFRS, sous la forme d'un courrier individualisé. Elle a par ailleurs examiné le projet de VIII^e directive en matière d'audit et a donné son avis sur les projets de conclusions du groupe de travail sur les résultats estimés. Enfin, en fin d'année un point d'information a été fait aux membres de la commission concernant le passage des émetteurs aux normes IFRS au vu des documents publiés au titre de l'exercice 2003/2004.

En octobre, elle a donné son avis sur la problématique des mesures de défense anti-OPA dans le cadre de la transposition de la directive OPA et a suggéré qu'un groupe de travail⁽¹⁾ sur le sujet soit mis en place rapidement afin de lister un ensemble de questions qui serait soumis ensuite à consultation publique.

¹ Voir infra Les travaux des groupes de place page 213.

Enfin, en décembre, le rapport de l'AMF sur les agences de notation, pour lequel son avis sur le fond et sur la méthodologie retenue avait été recueilli en octobre, et celui sur le gouvernement d'entreprise et les procédures de contrôle interne lui ont été présentés avant publication.

Au cours du 1^{er} semestre 2005, la commission a prévu d'examiner le sujet de la complexité croissante des produits financiers et de l'écart grandissant de connaissances entre les professionnels et le public.

Elle compte également analyser les conditions de passage aux normes IFRS et la communication extra-comptable qu'elles vont induire.

► Composition de la commission consultative

Bernard Esambert (président)⁽¹⁾ - Antoine Giscard d'Estaing (vice-président)

Olivier Azières (Deloitte), Claude Baj (Galeries Lafayette), Jean-François Biard (BNP-Paribas), Dominique Bompont (Sullivan & Cromwell), Françoise Bonfante (UBS Warburg), Eric Bourdais de Charbonnière (Michelin), Bernard Bourigeaud (Atos Origin), Franck Ceddaha (Oddo Corporate Finance), Jean Cedelle (Calyon), Martine Charbonnier (Euronext), Jean-Pierre Cloiseau (Lafarge), Philippe Crouzet (ACTEO), France Drummond (Paris II), Philippe Lagayette (JP Morgan), Michel Léger (Léger et Associés), André Lévy-Lang, Marie-Christine de Nayer (Société Générale), Helman le Pas de Sécheval (Groupama), Jacques Rossi (avocat), Bruno Van Ryb (BVRP Software).

2 Épargnants et actionnaires minoritaires

La commission consultative épargnants et actionnaires minoritaires, présidée par Jean-Claude Mothié, membre du collège de l'AMF, s'est réunie neuf fois au cours de l'année 2004. Composée principalement de représentants d'associations d'actionnaires et de personnalités impliquées dans la protection des investisseurs, la commission consultative s'est penchée sur les thèmes suivants :

- la problématique des assemblées générales en France et, en particulier, l'exercice des droits de vote par les sociétés de gestion ;

- la formation des épargnants. Les membres de la commission consultative étant très mobilisés sur ce sujet, le président de l'AMF, Michel Prada, a décidé de lancer un groupe de travail⁽²⁾ de place afin de fédérer l'ensemble des énergies en ce domaine et de construire un projet pédagogique ;

- le règlement général de l'AMF ;

- la transposition des directives abus de marché, prospectus, offres publiques et transparence ;

- les réformes introduites par le législateur, notamment : le démarchage et le statut de conseiller en investissements financiers, les OPCVM d'épargne salariale et la création d'organismes de placement collectif immobilier.

► Composition de la commission consultative

Jean-Claude Mothié (président) - Claire Favre (vice-président)

Jacques Coutance, Vincent Dutfoy (CLAS⁽³⁾), Agnès Gaultier de la Ferrière (FAS⁽⁴⁾), Marcel Jayr (membre du comité d'investisseurs particuliers de l'ANSA et d'Euronext), Pierre-Henri Leroy (Proxinvest), Viviane Neiter (APAI⁽⁵⁾), Colette Neuville (ADAM⁽⁶⁾), François Perrin-Pelletier (FAIDER⁽⁷⁾), Fabrice Rémon (Démignor), Marie-Claude Robert (premier médiateur de la COB), Aldo Sicurani (FFCI⁽⁸⁾), Marcel Tixier (ANAF⁽⁹⁾), François de Witt (journaliste).

3 Organisation et fonctionnement du marché

La commission consultative organisation et fonctionnement des marchés, présidée par Bernard Field, membre du Collège de l'AMF, compte dix-huit personnalités qualifiées dans le domaine du droit, de l'économie et de la finance représentant les banques, des entreprises d'investissement, des émetteurs, des entreprises de marché, et des autorités prudentielles. La commission consultative s'est réunie treize fois au cours de l'année 2004.

¹ Depuis le 21 mars 2005, la commission est présidée par Jean-Michel Naulot.

² Voir infra : les travaux des groupes de place page 215.

³ Association des actionnaires salariés du Crédit Lyonnais.

⁴ Fédération française des associations d'actionnaires salariés et anciens salariés.

⁵ Association pour la promotion de l'actionariat individuel.

⁶ Association de défense des actionnaires minoritaires.

⁷ Fédération des associations indépendantes de défense des épargnants pour la retraite.

⁸ Fédération française des clubs d'investissement.

⁹ Association nationale des actionnaires de France.

7 L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS ET LE PUBLIC

Il a été convenu de considérer comme prioritaires les questions relatives aux règles de marché. Ainsi, les points abordés lors des premières séances ont-ils eu trait, d'une part, aux transactions au prix moyen pondéré (ordres en VWAP⁽¹⁾) réalisées sur les marchés au comptant et, d'autre part, aux règles relatives aux modalités de transactions de blocs sur les marchés de dérivés (MONEP, MATIF).

Après avoir suivi de très près la rédaction du règlement général, la commission a abordé la transposition de la directive 2003/6/CE du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché, et ses mesures d'exécution.

La réglementation des analystes financiers a été traitée au fil de l'évolution des normes internationales et des directives européennes en la matière. La commission s'est largement prononcée en faveur d'une harmonisation des régimes applicables aux analystes financiers qu'il s'agisse de personnes physiques ou morales dans les meilleures conditions.

Le rapport public de l'AMF sur les agences de notation dans sa portée comme sur sa méthode d'élaboration, a été soumis à consultation auprès de la commission.

Enfin, la commission a commencé à examiner les aspects pratiques de la mise en œuvre de la directive MIF aussi bien du point de vue de la règle de la « meilleure exécution », que des règles de bonne conduite des intermédiaires ou du sujet de l'intermédiation.

► Composition de la commission consultative

Bernard Field (président), Jean-Pierre Pinatton (vice-président),

Jean-Pierre Aubin (Viel Tradition), Jean-François Bay (AFII⁽²⁾), Paul Le Cannu (Paris I), Thierry Coste (CASA), Marie-Noëlle Dompé (cabinet Darrois & Villey), Jacques Hamon (CEREG), Gérald Harlin (Axa), Alain Kayayan (analyste financier, Exane), Jean-Bernard Laumet (HSBC/CCF), Patrice Marteau (PPR), Jean-Pierre Mattout (France Télécom), Alain Moynot (BNP Paribas), Jean-Pierre Mustier (Société Générale), Yves Nachbaur (Banque de France), Patrick Stephan (Euronext), Hubert de Vauplane (BNP Paribas).

4 Activités de gestion financière

La commission activités de gestion financière présidée par Philippe Adhémar, membre du Collège de l'AMF, s'est réunie neuf fois depuis le 10 mars 2004 afin de donner son avis sur les points suivants :

- les OPCVM :

- l'introduction de nouvelles dispositions réglementaires relatives aux OPCVM à règles d'investissement allégées et aux OPCVM contractuels, aux OPCVM indiciels et à gestion indicielle étendue,
- le rôle et la responsabilité du dépositaire d'un OPCVM ayant recours au *prime broker*,
- la procédure d'agrément des OPCVM y compris pour la période transitoire de passage au prospectus complet,
- la modification de l'instruction COB prise en application du règlement n° 89-02 relative aux OPCVM d'épargne salariale,
- les orientations retenues pour la définition des modalités de calcul de l'engagement hors bilan des OPCVM (perte maximale et effet de levier),
- la modification du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989 ;

- les sociétés de gestion de portefeuille :

- la modification des dispositions existantes afin de tenir compte des obligations découlant des directives 2001/107/CE et 2001/108/CE,
- le programme d'activité type des sociétés de gestion de portefeuille et les modalités d'information de l'AMF en cas de modification du dossier d'agrément,
- les dispositions nouvelles relatives à l'exercice du droit de vote par les sociétés de gestion pour le compte des OPCVM qu'elles gèrent,
- précision relative au contenu du rapport du conseil d'administration ou de surveillance des SICAV et des sociétés de gestion,
- introduction de précisions relatives au dispositif de lutte anti-blanchiment et financement du terrorisme ;

¹ VWAP : Volume Weight Average Price (prix moyen pondéré par les volumes).

² Association française des investisseurs institutionnels.

- les autres organismes de placement collectif :
 - les dispositions du décret n° 2004-1255 du 24 novembre 2004 pris en application des articles L. 214-5 et L. 214-43 à L. 214-49 du code monétaire et financier et relatif aux fonds commun de créances,
 - le projet de création des organismes de placement collectif dans l'immobilier (OPCI) ;

- les dispositions réglementaires relatives aux conseillers en investissements financiers.

Enfin, les membres de la commission ont été consultés sur les dispositions à droit constant et nouvelles mesures introduites dans les livres III (prestataires) et IV (produits d'épargne) du règlement général de l'AMF.

► Composition de la commission consultative

Philippe Adhémar (président), Monique Bourven (vice-président),

André Battestini (Ulysse Patrimoine), Christian Boisson (Crédit Agricole AM), Dominique Eugène (AFII⁽¹⁾), Gilles Glicenstein (BNP Paribas AM), Philippe Goubeault (AGIRC), Guillaume Jalenques de Labeau (SPGC⁽²⁾), Pierre Jolain (CCF/HSBC AM), Jean-Louis Landais (Banque de France), Pierre Lasserre (Exane), Jean-Louis Laurens (Axa IM) Éric Mijot (analyste financier, SFAF⁽³⁾), Gérard Pfauwadel (Unigestion AM), Hélène Ploix (Pechel Industries), Roland Portait (Essec/CNAM), Bruno Prigent (Société Générale), Patrick Sellam (Cabinet Patrick Sellam).

5 Activités de compensation, de conservation et de règlement-livraison

La commission consultative activités de compensation, conservation et de règlement-livraison, présidée par Dominique Hoenn, membre du Collège, s'est réunie six fois au cours de l'année 2004 et a été amenée à rendre son avis sur l'ensemble des travaux relatifs aux infrastructures de marché requérant le concours des services de l'AMF.

S'agissant de travaux nationaux, la commission consultative a été consultée sur la réforme du transfert de propriété des titres sur un marché réglementé⁽⁴⁾, la synthèse des missions d'inspection conduites sur la tenue de compte-conservation au cours des trois dernières années⁽⁵⁾, la création d'un groupe de travail de place sur le vote aux assemblées générales en France et l'activité de *prime broker* en France.

La commission a également été consultée sur les dispositions à droit constant et nouvelles dispositions introduites aux Livres III (Prestataires) et V (Infrastructures) du règlement général de l'AMF. Elle a été régulièrement consultée aux différentes étapes de l'élaboration du rapport CPSS/IOSCO⁽⁶⁾ portant recommandations pour les chambres de compensation agissant en qualité de contrepartie centrale. Dans le prolongement de la réforme du droit de propriété du titre, la commission a également été consultée sur la Convention de La Haye relative à la loi applicable à certains droits sur titre détenus auprès d'un intermédiaire⁽⁷⁾, et a recommandé à ce sujet la création d'un groupe de travail de place qui aurait pour objet d'étudier les conséquences économiques et juridiques de l'adoption de ce texte international.

En ce qui concerne les « Standards pour le règlement-livraison en Europe » menés conjointement par le CESR et les gouverneurs du système européen des banques centrales (SEBC), la commission consultative a rappelé la finalité technique des standards CESR/SEBC et a invité les services de l'AMF à poursuivre les discussions au sein du groupe tout en soulignant la nécessité d'un véritable débat sur les enjeux stratégiques des travaux de préparation de la directive européenne sur les activités de compensation et de règlement-livraison.

¹ Association française des investisseurs institutionnels.

² Société Parisienne de gestion et de conseil.

³ Société française des analystes financiers.

⁴ Ainsi, le transfert de la propriété patrimoniale s'harmonisera avec le règlement-livraison effectif des titres entre intermédiaires, tout en maintenant que le transfert de propriété résulte de l'inscription en compte.

⁵ À cette occasion, la Commission consultative a posé la question du maintien de l'obligation de ségréguer des avoirs détenus pour le compte des OPCVM chez les dépositaires centraux. À la suite de cette observation, le règlement général de l'AMF ne

retient plus qu'une ségrégation des avoirs clients et des avoirs propres d'un teneur de compte-conservateur.

⁶ Voir supra chapitre II, page 54.

⁷ La Convention de la Haye indique que la loi qui détermine les offres d'un transfert de droit est celle désignée dans les conventions de compte entre le client et l'intermédiaire pertinent.

7 L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS ET LE PUBLIC

► Composition de la commission consultative

Dominique Hoenn (président), Jean de Demandolx Dedons (vice-président)
Philippe Bissara (ANSA⁽¹⁾), Gérard Bourret (Ofivalmo),
Philippe Castellanelli (HSBC/CCF), Xavier Chaillot
(Société Générale), Emmanuel de Fournoux (AFEI⁽²⁾),
Michel Germain (Paris II), Pierre Guillemet (Euro
Securities Partners), Yvon Lucas (Banque de France), Guy
Mengin (Banque OBC), Joël Merere (Euroclear France),
Philippe Pauzet (Arllys), Patrice Renault (LCH Clearnet
SA), Marcel Roncin (AFTI⁽³⁾), Bernard Vibert (Calyon).

B Les travaux des groupes de place

En parallèle des travaux conduits dans le cadre des commissions consultatives, l'AMF a consulté, comme le faisaient précédemment la COB et le CMF, professionnels et experts de la place sur des sujets bien spécifiques dans le cadre de groupes de travail.

1 Le groupe de travail sur la directive OPA⁽⁴⁾

Après quatorze années de négociation, la directive relative aux offres publiques d'acquisition a été adoptée par le Conseil et le Parlement européen et publiée au Journal officiel de l'Union européenne le 30 avril 2004. Elle est entrée en vigueur le 21 mai 2004 et doit être transposée au plus tard le 21 mai 2006.

Si, d'une manière générale, les principes fondamentaux qu'elle pose sont similaires à ceux qui régissent le droit français des offres publiques d'acquisition⁽⁵⁾, la directive présente la particularité de rendre optionnelle l'application de deux articles clés, les articles 9 et 11 respectivement relatifs aux conditions de mise en œuvre des mesures de défense anti-OPA et au principe de neutralisation des restrictions, tout en prévoyant des arrangements facultatifs en son article 12.

L'article 12, permet, en effet, aux États membres de ne pas imposer aux sociétés établies sur leur territoire l'application du principe de la compétence exclusive de l'assemblée générale des actionnaires réunie pendant l'offre pour autoriser la mise en œuvre de défense anti-OPA (article 9) et celui de la neutralisation, en période d'offre ou à l'issue de l'offre, des clauses restrictives de transferts de titres et de droit de vote, ainsi que des

droits de vote multiple (article 11).

Dans cette hypothèse, les États membres doivent permettre à leurs sociétés de les appliquer sur une base volontaire, sous réserve d'y avoir été autorisées par les actionnaires réunis en assemblées générales extraordinaires, étant précisé que cette autorisation doit être renouvelée tous les dix-huit mois.

Enfin, quelle que soit leur décision d'appliquer ou non les principes posés aux dits articles, les États membres peuvent autoriser leurs sociétés à ne pas les appliquer lorsqu'elles font l'objet d'une offre lancée par une société (ou sa filiale) qui ne les appliquerait pas, en introduisant dans leur législation nationale une clause de réciprocité.

L'ensemble des options offertes par la directive aux États membres a conduit le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie à confier à Jean-françois Lepetit, ancien président de la COB et du CMF, la mission de constituer un groupe de travail⁽⁶⁾ chargé de réfléchir sur les choix offerts et leurs conséquences dans la perspective de la transposition de la directive. Il s'est réuni pour la première fois en décembre 2004.

2 Le groupe de travail sur les dérivés de crédit

Devant l'essor récent des instruments de transfert de risque de crédit, les autorités bancaires et financières n'ont eu de cesse, depuis quelques années, d'améliorer la compréhension de ce type d'instrument en tentant tout particulièrement de déterminer si l'utilisation croissante de ces produits s'était accompagnée d'un transfert de risque de crédit vers des institutions non régulées et d'une concentration excessive des risques.

En France, la Commission bancaire, la Commission de contrôle des assurances, des mutuelles et des instituts de prévoyance et l'Autorité des marchés financiers ont effectué une enquête au cours du second semestre 2003 auprès des établissements de crédit, des entreprises d'assurance, des sociétés de réassurance et des sociétés de gestion, dont les résultats ont été publiés en juin 2004⁽⁷⁾. L'enquête montre que les transferts de risque s'effectuent très majoritairement entre grandes banques, surtout en ce qui concerne les dérivés de crédit. La situation est, en revanche, plus diversifiée en matière de produits

1 Association nationale des sociétés par actions.
2 Association française des entreprises d'investissement.

3 Association française des professionnels des titres.
4 Voir supra chapitre II page 61.
5 Rapport annuel 2003, pages 42 et 43.

6 Groupe de travail composé de Monsieur Jean-Louis Beffa, président directeur général de la Compagnie de Saint-Gobain, de Monsieur Gérard de la Martinière, président de la FFSA et de Maître

Dominique Schmidt, ancien professeur agrégé des facultés de droit et avocat aux barreaux de Paris et de Strasbourg.

7 « Résultats de l'enquête de place française sur les instruments de transfert de risque de crédit », Revue de la stabilité financière n° 4, Juin 2004.

structurés, où la présence des entreprises d'assurance, de réassurance et d'OPCVM est plus significative, l'essentiel des transactions s'effectuant toutefois sur des instruments bien notés. L'enquête souligne également l'importance de nouveaux types de risques associés à ces instruments : risques juridiques et de documentation, ainsi que d'illiquidité pour les produits non standardisés. À cet égard, le rapport insiste sur la nécessité pour les acteurs d'améliorer la mesure et la gestion de l'ensemble des risques liés aux instruments de transfert de risque de crédit. Il juge, en outre, souhaitable un accroissement de la transparence financière dans ce domaine, afin de rendre ce marché plus mature, plus liquide et donc moins risqué.

Parallèlement à l'enquête de place réalisée en France, d'autres initiatives ont été entreprises au niveau international.

En Europe, les comités de régulateurs - *Banking supervision committee* (BSC), *Committee of European insurance and occupational pensions supervisors* (CEIOPS) et le CESR- collaborent étroitement sur le thème du transfert du risque de crédit et de ses implications en termes de régulation.

Par ailleurs, le Forum de la stabilité financière a mandaté le *Joint Forum*, en juin 2003, pour réaliser un rapport sur le transfert du risque de crédit. Ce dernier a été rendu public en octobre 2004⁽¹⁾. Il dresse un état des lieux des risques associés aux dérivés de crédit et de la manière dont les institutions les gèrent. À cet égard, une concentration des risques excessive n'a pas pu être démontrée. Le *Joint Forum* a également émis des recommandations en matière de gestion du risque et de pratiques de *disclosure*.

3 Le groupe de travail sur l'analyse financière indépendante

La recherche financière indépendante a été consacrée en France par la loi de sécurité financière qui confie à l'AMF⁽²⁾ la mission de réguler à la fois les analystes *sell side*, les analystes *buy side*, et les analystes indépendants définis comme « les personnes autres » que les deux catégories précédentes dès lors que ces derniers produisent et diffusent des analyses financières.

Les dispositions de la directive abus de marché sont applicables aux analystes financiers indépendants, en ce qui concerne la présentation équitable des

recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts.

Ces conceptions assez larges de la notion d'analyste indépendant se différencient du modèle américain qui, à la suite de la transaction imposée aux banques par le Procureur général Spitzer, recouvre une approche plus restrictive.

En effet, une société de recherche est qualifiée d'indépendante si elle n'exerce pas d'activité de banque d'affaires, si elle n'est pas rémunérée directement par les droits de courtage et si elle exclut bien toutes relations directes ou indirectes avec les émetteurs suivis.

L'AMF ne pouvait rester à l'écart de ce mouvement en faveur du développement de la recherche indépendante, ce qui a conduit le Président à confier à Jean de Demandolx Dedons, membre du Collège de l'AMF, la présidence d'un groupe de travail⁽³⁾ dédié sur ce sujet. Le Président du groupe s'est entouré de personnalités qualifiées en la matière : représentants de la SFAF, l'AFG, Euronext, Middlednext, des sociétés de gestion, des prestataires de services d'investissement, des émetteurs, ainsi que les principales sociétés de recherche indépendante de la Place. Aujourd'hui, il existe peu d'acteurs sur la place de Paris et il apparaît difficile *a priori* de tracer un modèle pour ces sociétés innovantes. La stratégie de développement qui prévaut est orientée vers l'investisseur et offre une recherche sur les valeurs moyennes.

Les travaux du groupe de travail, qui s'est réuni pour la première fois le 14 décembre 2004, ont pour objectifs de :

- contribuer à mieux appréhender et définir la notion d'analyse financière indépendante ;
- établir un état des lieux en France ainsi que des expériences étrangères en la matière ;
- s'interroger sur la nécessité d'accorder un statut spécifique à ce type d'analyse et d'établir un cadre réglementaire de nature à encourager son développement dans des conditions économiques viables, en liaison avec les différents acteurs de la place.

Ces propositions seront ensuite soumises au collège puis à consultation publique, dans le courant du premier trimestre 2005.

¹ The Joint Forum (2004) : « Credit Risk Transfer ».

² Les entités ou personnes soumises au contrôle par l'AMF du respect de leurs obligations professionnelles sont mentionnées au II de l'article L. 621-9, alinéa 1° les PSI agréés ou exerçant leur activité en France : ce sont les employeurs des analystes « sell side », alinéa 7° les organismes

de placement collectif et leurs sociétés de gestion : ce sont normalement les employeurs des analystes « buy side » et alinéa 11° ; les personnes autres que celles mentionnées au 1° et 7°, produisant et diffusant des analyses financières : ce sont les analystes indépendants.

³ Composition du groupe de travail : Président, Jean de Demandolx Dedons, membre du collège de l'AMF. Membres : Alain Cazalé, SFAF ; Yasmîna Galle, Euronext ; Jérôme Chosson, ID Mid Caps ; Philippe Dujardin, PHD Aset Management ; Hubert Jousset, Gestion Financière Privée ; Alain Leclair, AFG ; Didier

Le Menestrel, Financière de l'Echiquier ; Caroline Millot, L'Oréal ; François-Xavier Pietri, La Tribune ; Jean-Pierre Pinatton, AFEI ; Florence Triou, Compagnie de St Gobain ; Bruno Van Ryb, Middlednext.

4 Le groupe de travail sur l'évaluation financière

Les sociétés cotées, font appel, dans de multiples cas de figure, aux techniques d'évaluation financière notamment pour des opérations de croissance externe. Par ailleurs, l'adoption des normes comptables internationales (IFRS) devrait également renforcer l'utilisation de ces techniques pour la comptabilisation de certains actifs corporels et incorporels des sociétés.

Durant ces dernières années, l'AMF est déjà intervenue régulièrement sur le thème de l'évaluation financière et a publié plusieurs textes sur le sujet concernant différentes catégories d'opérations. Des réflexions sont par ailleurs menées actuellement au sein des associations professionnelles. En outre, la directive européenne relative aux offres publiques d'acquisition, qui devra être transposée au plus tard en mai 2006, ne manquera pas d'entraîner certaines modifications du droit français des offres, y compris sur ce sujet.

Dans ce contexte, il a été demandé à Jean-Michel Naulot, membre du Collège de l'AMF, de présider un groupe de travail⁽¹⁾, représentant l'ensemble des métiers qui interviennent dans le cadre de l'évaluation financière.

Ce groupe, qui s'est réuni pour la première fois le 23 novembre 2004, avait pour objectif de procéder à une analyse approfondie du sujet de l'évaluation financière. Ces travaux ont été alimentés par l'analyse des expériences étrangères et des meilleurs standards internationaux.

Le groupe de travail s'est concentré dans un premier temps sur un aspect particulier de l'évaluation, celui de l'expertise indépendante afin de :

- clarifier la notion d'expertise indépendante, préciser les types de professionnels habilités à procéder à ces expertises ainsi que les modalités de contrôle de cette activité par l'AMF ;
- analyser les cas dans lesquels l'intervention d'une expertise indépendante pourrait être rendue obligatoire, en plus du cas des OPRO ;
- étudier l'évolution récente des méthodes d'évaluation les plus utilisées afin de déterminer celles qui paraissent les plus objectives et permettre ainsi d'actualiser les textes de l'AMF sur le sujet.

Le 13 avril 2005, le groupe a rendu ses conclusions en publiant 25 recommandations pour améliorer l'information et la protection des actionnaires minoritaires dans le cadre d'opérations financières⁽²⁾.

- Les principales recommandations sont les suivantes :
- la définition de principes fondamentaux applicables à l'expertise indépendante. Le groupe de travail souhaite accroître le rôle et les responsabilités du conseil d'administration de la société visée qui, contrairement à la situation actuelle, nommerait l'expert indépendant et serait chargé de suivre le bon déroulement de l'évaluation. L'indépendance de l'expert devrait être garantie par l'absence de tout lien avec la société initiatrice et ses banques conseils et de tout intérêt significatif dans le succès de l'opération. L'expertise indépendante devrait reposer sur un travail complet intégrant une évaluation et non sur une simple appréciation des travaux de la banque conseil de l'initiateur ;
 - l'extension du champ d'application de l'évaluation indépendante à plusieurs opérations en plus du retrait obligatoire, notamment aux offres publiques d'achat ou d'échange simplifiées volontaires, aux fusions et aux offres dans lesquelles il existe des avantages connexes ;
 - le renforcement des obligations de transparence avec notamment la mise en place de chartes d'éthique, de procédures de contrôle interne et d'un contrôle de qualité obligatoire au travers de comités d'attestation d'équité. Les experts seraient soumis dès lors à un contrôle *a posteriori* de l'AMF ;
 - la mise en œuvre de différentes méthodes d'évaluation en tenant compte du nouveau cadre réglementaire européen et comptable.

Les recommandations issues du rapport présenté au Collège de l'AMF le 31 mars 2005 ont été soumises à la consultation du public dans les semaines qui ont suivi.

5 Le groupe de travail sur l'éducation des investisseurs

L'innovation financière et son corollaire, l'enrichissement de l'offre de produits d'épargne mais également sa plus grande complexité, suscitent un besoin d'information financière et de formation auprès des individus. C'est dans ce contexte que l'AMF a décidé de mettre en place un groupe de travail sur l'éducation financière des investisseurs. Ce groupe, présidé par Jean Claude

¹ Composition du groupe de travail : Président, Jean-Michel Naulot, membre du Collège de l'AMF. Membres : Jean-François Biard (BNP Paribas), Franck Ceddaha (Odo Corporate Finance),

Jean-Pierre Colle (RSM Salustro Reydel), François Kayat (CSFB), Ross Mc Innes / Sylvie Lucot (Thales), Alain Marcheteau (SNECMA), Jean-Louis Mullenbach (Bellot Mullenbach & Associés),

Colette Neuville (Adam), Maurice Nussenbaum (Sorgem Evaluation, Université Paris 9 Dauphine), Fabrice Rémon (Démimor), Jean-Florent Rérolle (SFEV), Thierry Vassogne (Linklaters),

Jean-Noël Vieille (SFAF, Aurel Leven Gestion).

² Rapport du 13 avril intitulé « Pour un renforcement de l'évaluation financière indépendante dans le cadre des offres publiques et des rapprochements des sociétés cotées » publié dans la revue mensuelle n° 13 d'avril 2005.

Mothié et Claire Favre, membres du Collège, est composé d'une vingtaine de participants issus des différentes organisations impliquées dans la formation financière des épargnants⁽¹⁾.

Constitué en septembre 2004, les premiers travaux du groupe ont consisté à mieux cerner les besoins des épargnants français en termes de formation financière, notamment à partir d'un sondage effectué par TNS Sofres et commandé par l'AMF. Les résultats⁽²⁾ de ce sondage montrent tout d'abord que les Français sont globalement peu familiers des problématiques financières. Ainsi, les trois quarts des personnes interrogées pensent que leur niveau de connaissances financières n'est pas suffisamment élevé pour lire la presse financière ; plus de 50 % des personnes interrogées ne s'estiment pas assez armés pour choisir un produit financier sur lequel investir, ou même en discuter avec des amis. Une autre information donnée par ce sondage est que les Français comparent peu les produits offerts par les différents intermédiaires financiers. Ainsi, seulement un Français sur trois détenant des placements financiers met en concurrence les établissements financiers au moment de souscrire à une assurance-vie ou à un produit d'épargne retraite. Enfin, il s'avère que les Français sont favorables à l'idée de promouvoir une éducation financière. Pour 82 % des personnes interrogées, cette éducation financière doit être dispensée au collège ou au lycée.

Les travaux effectués par le groupe de travail pour recenser les formations actuellement existantes montrent que l'offre de formation est en France assez développée. Toutefois, elle touche un public quantitativement limité et déjà soucieux de s'informer. Il semble donc qu'un effort doit être entrepris pour que l'offre de formation puisse satisfaire un objectif d'éducation à plus grande échelle. L'ensemble de ces réflexions devrait permettre au groupe de travail de déboucher, dans le courant de l'année 2005, sur des propositions concrètes en matière d'actions de formation et d'information.

C Le conseil scientifique

Suivant la tradition de la COB, l'AMF a mis en place un conseil scientifique, composé de vingt et une personnalités reconnues du monde académique et financier provenant d'universités, de grandes écoles et de centres de recherche publics ou privés. L'AMF l'a

voulu largement ouvert à l'international, grâce à la présence de plusieurs chercheurs étrangers de grande renommée.

Le conseil scientifique a une triple vocation :

- améliorer l'information du régulateur sur les réflexions académiques en cours dans le domaine financier ;
- identifier de façon prospective les évolutions et les sujets susceptibles d'impacter les champs d'activité de l'AMF ;
- initier ou participer à des travaux de recherche en ligne avec les préoccupations du régulateur.

► Composition de la commission consultative

Michel Aglietta (Université de Paris-X Nanterre), Michel Albouy (Université Grenoble PMF -ESA), Noël Amenc (EDHEC), Patrick Artus (IXIS-CIB), Christian de Boissieu (Université Paris - I), François Champarnaud (Agence des participations de l'État) ; Jean-Michel Charpin (INSEE), Olivier Davanne (Associé DPA Conseil), Thierry Foucault (HEC), Olivier Garnier (Société Générale Asset Management), Édith Ginglinger (Université Paris-Dauphine), Christian Gourieroux (Université Paris IX et ENSAE), Ruben Lee (Oxford Finance Group), Jean François Lepetit (Administrateur, BNP Paribas), François-Serge Lhabitant (Union Bancaire Privée), Albert Menkveld (Vrije Universiteit Amsterdam), André Orlean (CNRS), Olivier Pastré (Université Paris-VIII, GP Banque), Benn Steil (Council on Foreign Relations), Marc-Olivier Strauss-Kahn (Banque de France), Xavier Vives (INSEAD).

Le conseil scientifique se réunit trois fois par an. Les deux premières réunions se sont tenues aux mois de septembre et de décembre 2004. La réunion de septembre, inaugurale, a été l'occasion d'élaborer un programme de travail pour l'année 2005. Pour l'essentiel, ce programme s'organise autour des questions relatives à l'épargne retraite, à l'évolution de long terme du prix des actifs financiers, au rôle des investisseurs institutionnels dans le gouvernement des entreprises, et enfin à l'information comptable et financière. Noël Amenc a également présenté lors de cette séance ses travaux sur la mesure de la performance et du risque dans la gestion d'actifs financiers pour le compte de tiers, avec un focus particulier sur les fonds de gestion alternative.

¹ Assemblée des chambres françaises de commerce et d'industrie (ACFCI), Association française des entreprises d'investissement (AFEI), Association française de la gestion financière (AFG), Association pour la promotion de l'actionariat individuel (APAI), Autorité des marchés financiers

(AMF), Banque de France, Comité d'investisseurs particuliers, Euronext - L'École de la Bourse, Fédération des associations indépendantes de défense des épargnants pour la retraite (FAIDER), Fédération française des associations d'actionnaires salariés et anciens salariés

(FAS), Fédération bancaire française (FBF), Fédération française des clubs d'investissement (FFCI), Fédération française des sociétés d'assurance (FFSA), CLIFF (Cercle de liaison des informateurs financiers français), Institut national de la consommation (INC), Jean Pierre Gaillard (journaliste),

Ministère de l'économie, des finances et de l'industrie, Ministère de l'éducation nationale, Ministère du travail, Paris Europlace, Société française des analystes financiers (SFAF).

² Résultats consultables sur le site Internet de l'AMF <http://www.amf-france.org>

7 L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS ET LE PUBLIC

La séance de décembre a débuté par la présentation d'une étude réalisée par Patrick Artus et Jérôme Teiletche sur le thème de l'impact de l'activité des agences de notation sur les marchés d'actifs. Suscités par l'AMF, qui a en charge de publier chaque année un rapport sur les agences de notation, les travaux présentés par ces deux chercheurs ont permis de mettre en évidence le rôle des décisions d'agence (changement de note ou mises sous surveillance d'un émetteur) dans la fixation du cours des actions sur le marché français. Il s'agit d'un travail précurseur, la quasi-totalité des études académiques réalisées à ce jour se concentrant sur les marchés de titres d'Amérique du Nord. La séance s'est achevée par une présentation de Ruben Lee sur le thème de la gouvernance des infrastructures de marché.

3 Les actions pédagogiques et l'information du public

L'Autorité des marchés financiers protège les intérêts des investisseurs en assurant un rôle de pédagogue. Pour ce faire l'AMF met à la disposition des investisseurs et épargnants un certain nombre d'outils tels que son site Internet, des publications pédagogiques sous forme de fiches, livrets et de « foires aux questions », la parution d'une revue mensuelle, etc. Elle participe aussi à de nombreuses manifestations et débats publics en France et à l'étranger : forum, salons, colloques⁽¹⁾.

Le régulateur organise également chaque année des rencontres avec les professionnels de la place – Entretiens de l'AMF, Journée des RCSI⁽²⁾ – et des conférences à destination de la presse et des professionnels pour expliquer les évolutions réglementaires et les novations en matière de régulation financière. Pour répondre aux différentes questions que peuvent se poser les épargnants et les professionnels, l'AMF met également à la disposition du public la permanence téléphonique de son centre de documentation ainsi que celle de la direction juridique.

Enfin, l'AMF dispose également d'un réseau décentralisé dans les régions via les représentations de la Banque de France où les personnes peuvent venir se procurer des publications et informations relatives à l'AMF et ses missions.

A Le site Internet

Pour protéger les intérêts des investisseurs, l'AMF met à la disposition du public sur son site Internet :

- une vingtaine de guides pédagogiques expliquant le fonctionnement des marchés financiers, les différents produits et les règles d'or à respecter pour pouvoir gérer au mieux son épargne (Accueil AMF > Publications) ;

- une base de données recueillant tous les documents d'information des sociétés cotées diffusés sous le contrôle de l'AMF (Accueil AMF > Décisions & informations financières) ;
- la liste des OPCVM agréés par l'AMF, assortie de leurs prospectus et des valeurs liquidatives (Accueil AMF > OPCVM & produits d'épargne).

Le site Internet de l'AMF remplit deux fonctions majeures :

- rendre l'information plus accessible à l'internaute, notamment à l'épargnant, dont l'AMF veut faire un interlocuteur privilégié,
- rendre la navigation plus agréable et plus intuitive.

Il propose des entrées par profil d'internaute : l'épargnant dispose, depuis la page d'accueil, d'un accès direct et simplifié aux informations le concernant (conseils pratiques, mises en garde, guides pédagogiques, informations sur le service de médiation, etc.), ainsi qu'un lien sur l'Espace de l'épargnant, au sein duquel sont réunies toutes les informations disponibles sur le site intéressant l'épargnant ;

le professionnel peut choisir, dès la page d'accueil, de n'avoir accès qu'à l'information utile pour exercer son activité qu'il soit émetteur, prestataire ou responsable du contrôle des services d'investissement/déontologue.

La rubrique « prestataires » permet de trouver une description des principaux prestataires : prestataires de services d'investissement, teneurs de compte-conservateurs, participants aux systèmes de règlement-livraison, ainsi qu'un accès aux listes : des sociétés de gestion agréées, des autres prestataires de services d'investissement agréés et des participants aux systèmes de règlement-livraison.

¹ 133 participations en 2004.

² Responsable du contrôle des services d'investissement.

Deux nouvelles rubriques ont vu le jour au cours de l'été 2004 :

« Consultations » : où sont publiées et classées thématiquement, les consultations ainsi que les synthèses des réponses des consultations lancées par l'AMF, et anciennement par la COB ou le CMF.

« CIF et démarcheurs » : qui donne accès à une description de ces nouveaux statuts et qui permet depuis avril 2005 d'accéder au fichier répertoriant les démarcheurs financiers.

Les listes de diffusion permettent toujours aux internautes de s'abonner aux mises en ligne de nouvelles informations sur le site.

Enfin, le site Internet de l'AMF est disponible en anglais.

Site <http://www.amf-france.org>

B Le centre de documentation et d'information du public

Le centre de documentation et d'information (CDI) du public est ouvert à toute personne quel que soit son statut (professionnel, étudiant ou particulier), ayant besoin de faire une recherche sur les domaines d'activité de l'AMF et sur les sociétés cotées sur les marchés réglementés français.

1 La mission du centre

En sus de son rôle interne, le centre de documentation a pour fonctions de répondre aux demandes d'information faites par téléphone, par courriel ou par courrier et de recevoir sur rendez-vous les personnes recherchant des informations non accessibles sur le site Internet de l'AMF (ancienne réglementation, archives COB et CMF, prospectus visés non disponibles en ligne, etc.).

À la suite du développement et l'enrichissement du site Internet, il a été décidé, en octobre 2004, de réaménager les conditions d'accueil sur place au centre de documentation afin de privilégier la qualité et l'efficacité de l'accueil téléphonique ainsi que le suivi des messages électroniques.

Le centre de documentation réoriente au besoin certaines personnes sur les services opérationnels de l'AMF et sur les permanences spécialisées de la direction juridique et du service de la médiation.

2 Le fonds documentaire

Pour répondre aux demandes du public, les documentalistes ont accès à une base documentaire électronique (WICDIP), actualisée chaque semaine, et proposant plus de 40 000 références. Ils peuvent aussi consulter 1 100 dossiers thématiques et historiques, alimentés jusqu'en 2001 et se référer à 5 000 ouvrages spécialisés sur les mécanismes boursiers, les marchés financiers, le droit de la bourse et des sociétés, la réglementation financière internationale, la gestion collective, les nouveaux produits financiers. 340 titres de périodiques et cédroms boursiers, financiers, juridiques et économiques sont également disponibles.

3 Les services offerts

En réponse aux demandes, le centre de documentation fournit des renseignements tels que des coordonnées d'organismes, de sociétés ou de sites Internet. Le cas échéant, le CDI réoriente vers des centres de documentation extérieurs spécialisés. Sur demande, des documents (notes d'information, avis divers, valeurs liquidatives d'OPCVM, cours de bourse et brochures pédagogiques) peuvent être envoyés par courriel, fax ou courrier, tous les interlocuteurs n'ayant pas d'accès à Internet.

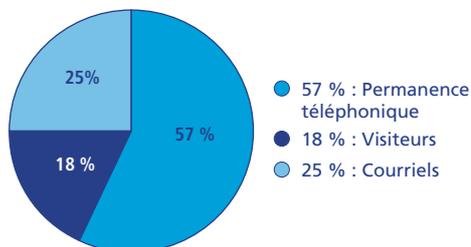
Pour les internautes éprouvant des difficultés à trouver des réponses à leurs questions, le CDI fournit une aide pédagogique sur l'utilisation du site Internet de l'Autorité et le cas échéant sur d'autres sites comme ceux d'Euronext ou de la Banque de France.

L'envoi de bibliographies (références d'articles de revues et d'ouvrages) sur des thèmes relevant du domaine financier aide les étudiants dans la rédaction de leur mémoire ou les professionnels dans l'exercice de leur activité.

En 2004, le centre de documentation a reçu 1 164 visiteurs. Les principaux documents consultés sur place sont les prospectus et notes d'information visés de 1968 à 1999 et non disponibles en texte intégral sur le site Internet de l'AMF. Ils sont consultables soit sur microfiche soit sur format électronique.

7 L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS ET LE PUBLIC

Prestations fournies par le centre de documentation



Source : AMF

Le centre de documentation a répondu à 3 831 demandes téléphoniques, chiffre relativement stable depuis 2002.

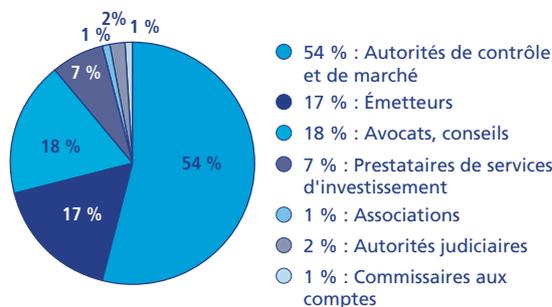
Les réponses aux questions par écrit continuent de progresser de l'ordre de 29 % en 2004, avec 1 629 courriels et 28 courriers. Avec le développement des messageries, on constate une nette diminution des demandes par lettre. Ces prestations (réponses téléphoniques et courriels) permettent aux interlocuteurs de joindre le CDI quels que soient l'heure et leur lieu de résidence.

C Le traitement des demandes des professionnels

En complément du service de la médiation et du centre de documentation, la direction des affaires juridiques répond aux demandes de consultations émanant des professionnels. Elle assure également une permanence téléphonique.

Au cours de l'année 2004, les équipes de la direction des affaires juridiques (DAJ) ont répondu à 1 945 demandes de consultation et, lors des permanences téléphoniques, elles ont par ailleurs répondu à 1 326 appels émanant de professionnels.

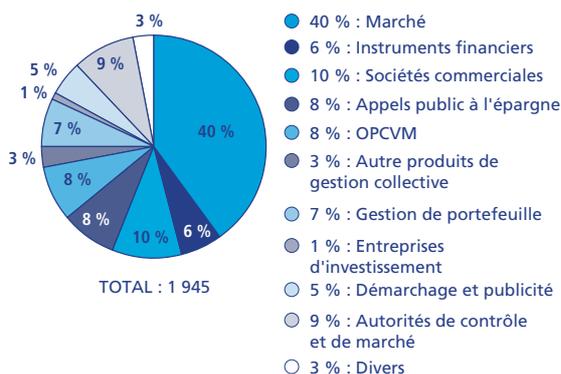
Répartition des demandes de consultations traitées par la DAJ en 2004 par profil



TOTAL : 1 945

Source : AMF

Répartition thématique de demandes de consultations traitées par la DAJ en 2004



TOTAL : 1 945

Source : AMF

D La coopération avec la Banque de France

Les relations entre la Banque de France et l'Autorité des marchés financiers sont très étroites. Elles se traduisent d'abord par des participations croisées. Un représentant du gouverneur de la Banque de France siège au collège de l'AMF. À l'inverse, le Président de l'AMF est membre du Comité des entreprises d'investissement et des établissements de crédit (CECEI). La collaboration entre services, en particulier avec la Commission bancaire, est ancienne dans les domaines de l'information financière du secteur bancaire. Elle s'appuie sur des échanges de rapports ou de points de vue, sur des détachements réciproques d'équipes spécialisées ou d'agents.

La coopération régionale est tout aussi importante. Les directeurs régionaux de la Banque sont délégués régionaux de l'AMF (et auparavant de la COB) en

application d'une convention dont la signature date de 1991. Ainsi, à travers eux, l'AMF est en mesure de collecter une information locale sur la commercialisation de produits financiers, le démarchage financier ou le conseil en investissements. 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.

Liste des délégations

Amiens	03 22 82 28 00
Caen	02 31 38 33 00
Châlons-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

Source : AMF

Enfin, dans le cadre de la réforme du démarchage, un fichier centralisé⁽¹⁾ des démarcheurs tenu conjointement par le Comité des entreprises d'assurances (CEA), le CECEI et l'AMF a été créé ; il est géré par la Banque de France et accessible depuis le site de l'AMF notamment.

PRÉSENTATION DES COMPTES DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS POUR 2004

A Cadre juridique relatif à la production du compte financier de l'AMF

Le cadre juridique régissant la comptabilité de l'AMF est précisé par l'article 34 du décret 2003-1109 du 21 novembre 2003 aux termes duquel :

- les comptes de l'AMF sont établis selon les règles du plan comptable général ;
 - le compte financier est établi par l'agent comptable et soumis par le Secrétaire général au Collège qui entend l'agent comptable.
- Il est arrêté par le Collège et communiqué à la Cour des Comptes par le Secrétaire général.

La tenue des comptes respecte les principes généraux de prudence, de régularité, de sincérité et d'image fidèle de la situation financière de l'Autorité.

B Présentation des comptes

La création de l'AMF résulte de la fusion de la COB et du CMF. Cette fusion a pris le caractère d'une consolidation comptable et patrimoniale.

C Faits saillants du premier exercice comptable de l'Autorité des marchés financiers

Le premier exercice présente la particularité d'avoir une durée supérieure à l'année civile : il a débuté le 24 novembre 2003, date de la constitution de l'Autorité, et s'est achevé le 31 décembre 2004. Le bilan est arrêté au 31 décembre 2004 et le compte de résultat couvre une durée exceptionnelle de 404 jours.

De ce fait la comparabilité des résultats avec l'exercice précédent nécessiterait des retraitements et une agrégation des comptes de la COB et du CMF.

1 Les recettes

a Les droits et contributions

Ils se sont élevés à 52,04 millions d'euros.

Ils proviennent :

- pour 24,38 millions d'euros, soit 46,9 %, des droits et contributions dus à l'occasion de l'émission d'instruments financiers, de l'examen des offres publiques d'acquisition et des déclarations de franchissement de seuil ;
- pour 25,99 millions d'euros, soit 49,9 %, des contributions assises sur les prestataires et produits d'épargne ;
- pour 1,67 million d'euros, soit 3,2 %, de la contribution due par les infrastructures de marché assise sur le produit d'exploitation réalisé par elle au cours de l'exercice précédent.

b Les autres recettes d'exploitation

Composées notamment des ventes des publications et activités annexes, elles ont représenté 631 696 euros.

c Les reprises sur provisions

Elles s'élèvent à 194 581 euros et représentent principalement des reprises de provisions pour régulariser des opérations effectuées pour le compte de la COB et du CMF.

2 Les charges d'exploitation

Ces charges, qui ont atteint un montant de 51,94 millions d'euros, appellent les commentaires suivants :

- les dépenses de personnel, d'un montant de 28,15 millions d'euros, intègrent les effets des mesures suivantes :
 - . mesures sociales engageant l'harmonisation de la situation des différentes catégories de salariés,
 - . mise en œuvre d'une nouvelle classification des emplois commune à l'ensemble des salariés,
 - . légère progression des effectifs réels qui atteignent 328 en fin d'exercice contre 321 en novembre 2003 pour la COB et le CMF. La décision prise en cours d'année de créer 26 emplois nouveaux portant l'effectif budgétaire à 358, n'aura de conséquences financières qu'en 2005 en raison du nécessaire étalement des recrutements ;
- l'intéressement des salariés pour un montant de 1,68 million d'euros ;
- les autres achats et charges externes ont représenté un montant de 14,17 millions d'euros, correspondant notamment aux locations des immeubles, travaux d'entretien, maintenance informatique et honoraires ;
- les dotations aux amortissements s'élèvent à 3,54 millions d'euros ;
- les impôts et taxes ont été de 3,4 millions d'euros, correspondant essentiellement aux taxes sur les rémunérations (86 %).

PRÉSENTATION DES COMPTES DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS POUR 2004

3 Les produits financiers

Ils se sont élevés à 1,4 million d'euros et se ventilent comme suit :

- 1,07 million d'euros de produits nets sur cessions de valeurs mobilières de placement ;
- 0,33 million d'euros de revenus de valeurs mobilières de placement.

4 Le résultat

L'exercice 2004 de l'AMF se traduit par un résultat excédentaire de 2,05 millions d'euros. Cet excédent résulte essentiellement de la combinaison de deux éléments : d'une part, des recettes plus importantes que prévues en raison notamment des contributions provenant des importantes offres publiques d'acquisition et d'autre part des revenus financiers dégagés à l'occasion de cessions de titres.

D Notes et annexes aux comptes

Note n° 1

Les comptes de l'AMF sont établis sur une base de 13 mois et une semaine (404 jours). Il n'a pas été établi de comptes *pro forma* pour 2003.

Note n° 2

Les durées d'amortissement pratiquées selon le mode linéaire sont les suivantes :

- matériel informatique :
 - . 3 ans pour le petit matériel,
 - . 3 ans pour le matériel micro-informatique de réseau et les mini-serveurs,
 - . 5 ans pour les gros systèmes,
- brevets, licences et logiciels : 5 ans ;
- installation technique : 8 ans ;
- matériel de bureau et de transport : 5 ans ;
- agencements, aménagements et mobilier de bureau : 8 ans ;
- immeubles à usage de bureau : 50 ans.

Le montant total de la dotation aux amortissements a représenté 3,5 millions d'euros qui se décomposent en immobilisations incorporelles pour 1,7 million d'euros et en immobilisations corporelles pour 1,8 million d'euros.

Note n° 3

Les valeurs mobilières de placement sont évaluées à la valeur de marché à la clôture de l'exercice 2004.

Note n° 4

En application de l'article 55 du décret 2003-1109 du 21 novembre 2003, l'AMF a mis en place un accord d'intéressement des personnels, fondé sur un système de mesure

5 Le bilan

Les réserves héritées de la COB et du CMF s'élevaient à 77,8 millions d'euros. Au 31 décembre 2004, après affectation du résultat, elles s'établissent à 79,9 millions d'euros.

de l'activité de ses trois principaux domaines d'intervention (information et opérations financières, contrôles et enquêtes, prestataires de service d'investissement et produits d'épargne). Le montant de l'intéressement varie en fonction de ces indicateurs dans la limite de 10 % de la masse salariale.

Note n° 5

Le principe comptable d'indépendance des exercices conduit à rattacher à un exercice déterminé tous les produits et charges le concernant directement.

Au sein du bilan, le poste « Produits constatés d'avance » retrace le montant des produits comptabilisés au titre de l'exercice courant concernant toutefois l'exercice ultérieur.

Ainsi, pour l'exercice 2004, le poste « Produits constatés d'avance » concerne en quasi-totalité les abonnements 2005 aux publications de l'AMF qui sont payables en décembre 2004.

Note n° 6

Les engagements de paiements futurs concernent :

- les baux immobiliers pour 8,5 millions d'euros ;
- les engagements de retraite et les primes de départ à la retraite des salariés de droit privé : ces engagements, qui ne sont pas provisionnés, sont estimés à un montant de 0,68 million d'euros ;
- l'assurance chômage : l'AMF, en qualité d'Autorité publique indépendante, ne cotise pas aux Assedic et indemnise directement les salariés privés d'emploi. Le montant de ces indemnisations pour l'année 2004 s'est élevé à 70 000 euros.

COMPTE DE RÉSULTAT du 24 novembre 2003 au 31 décembre 2004 (Note n° 1)

COMPTE DE RÉSULTAT

EXERCICE 2004

COMPTE DE RÉSULTAT		EXERCICE 2004
PRODUITS D'EXPLOITATION		
Ventes de marchandises (publications)		187 262,00
Produits spécifiques (contributions) :		52 043 854,00
Contributions sur opérations et informations financières		24 378 580,02
Contributions des prestataires sur produits d'épargne		25 992 566,30
Contributions sur entreprises de marché		1 672 707,68
Produits des activités annexes (bases de données, colloques, etc.)		444 434,27
Reprise sur charges d'exploitation (annulation de mandats sur exercices antérieurs)		194 581,06
TOTAL (I)		52 870 131,33
CHARGES D'EXPLOITATION		
Achats de marchandises (publications)		235 189,34
Variation de stocks (marchandises)		- 20 634,57
Achats d'approvisionnements		781 796,12
Autres charges externes, dont :		14 170 902,44
Locations (immobilières et mobilières), charges locatives		4 386 986,71
Travaux d'entretien et de réparation, maintenance des logiciels		1 941 012,34
Documentation, flux financiers, colloques et séminaires		1 490 693,57
Rémunération d'intermédiaires et honoraires		1 664 653,50
Divers (frais de missions, frais postaux, formation, accueil, gardiennage, nettoyage, etc.)		4 687 556,32
Impôts, taxes et versements assimilés		3 406 110,40
Rémunérations du personnel		21 144 444,93
Charges sociales, de prévoyance et divers		7 006 834,67
Intéressement des salariés (Note n° 4)		1 683 432,47
Dotation aux amortissements (Note n°2)		3 537 212,20
TOTAL (II)		51 945 288,00
RÉSULTAT D'EXPLOITATION (I-II)		924 843,33
PRODUITS FINANCIERS (III)		1 400 535,15
Revenus des valeurs mobilières de placement (intérêts)		330 601,75
Produit net sur cessions de valeurs mobilières de placement, différences de change		1 069 933,40
CHARGES FINANCIÈRES (IV)		231,73
RÉSULTAT FINANCIER (III-IV)		1 400 303,42
RÉSULTAT COURANT (I-II+III-IV)		2 325 146,75
PRODUITS EXCEPTIONNELS (V)		22 589,79
CHARGES EXCEPTIONNELLES (VI) :		294 822,20
Sur opérations de gestion de l'exercice		285 429,72
Valeur comptable des éléments d'actif cédés		9 392,48
RÉSULTAT EXCEPTIONNEL (V-VI)		- 272 232,41
TOTAL DES PRODUITS (I+III+V)		54 293 256,27
TOTAL DES CHARGES (II+IV+VI)		52 240 341,93
Excédent		2 052 914,34

BILAN DE L'AMF au 31 décembre 2004

ACTIF		RAPPEL : BILAN NET AU 24/11/03	EXERCICE 2004		
			BRUT	AMORTISSEMENTS PROVISIONS	NET
ACTIF IMMOBILISÉ	IMMOBILISATIONS INCORPORELLES	2 955 953,36	13 146 614,89	8 151 071,69	4 995 543,20
	Brevets, licences, logiciels	2 766 853,52	13 122 681,73	8 151 071,69	4 971 610,04
	Avances et acomptes versés	189 099,84	23 933,16		23 933,16
	IMMOBILISATIONS CORPORELLES	15 216 838,69	23 303 799,27	8 813 375,92	14 490 423,35
	Constructions	10 714 820,49	11 989 448,61	1 371 537,67	10 617 910,94
	Installations techniques, matériels et outillages	156 049,52	626 511,05	430 142,94	196 368,11
	Autres immobilisations corporelles	3 929 599,88	10 657 860,41	7 011 695,31	3 646 165,10
	Avances et acomptes versés	416 368,80	29 979,20		29 979,20
	IMMOBILISATIONS FINANCIÈRES	89 477,32	83 488,82		83 488,82
	Prêts (au personnel)	45 116,00	38 875,00		38 875,00
	Dépôts et cautionnement versés	44 361,32	44 613,82		44 613,82
TOTAL (I)	18 262 269,37	36 533 902,98	16 964 447,61	19 569 455,37	
ACTIF CIRCULANT	STOCK DE MARCHANDISES (PUBLICATIONS)	71 170,13	91 804,70		91 804,70
	CRÉANCES D'EXPLOITATION				
	Créances clients et comptes rattachés	1 158 588,92	3 310 261,85	23 538,03	3 286 723,82
	CRÉANCES DIVERSES	45 923,52	68 784,23		68 784,23
	VALEURS MOBILIÈRES DE PLACEMENT (Note n° 3)				
	SICAV « Fonsicav »	–	57 258 196,00		57 258 196,00
	Bons du trésor	6 662 000,00	6 662 000,00		6 662 000,00
	Intérêts courus non échus	109 923,00	140 734,75		140 734,75
	DISPONIBILITÉS	57 005 613,54	772 571,87		772 571,87
	TOTAL (II)	65 053 219,11	68 304 353,40		68 280 815,37
Charges constatées d'avance (III)	119 516,20	751 887,38		751 887,38	
TOTAL GÉNÉRAL (I+II+III)	83 435 004,68	105 590 143,76	16 987 985,64	88 602 158,12	

PASSIF		RAPPEL : BILAN NET AU 24/11/03	EXERCICE 2004	
				AVANT AFFECTATION
CAPITAUX PROPRES	RÉSERVES	81 147 608,53		77 850 186,51
	RÉSULTAT DE L'EXERCICE	- 3 297 422,02		2 052 914,34
	TOTAL (I)	77 850 186,51		79 903 100,85
DETTES	DETTES D'EXPLOITATION			
	Dettes fournisseurs et comptes rattachés	1 390 742,57		2 457 124,40
	Dettes fiscales et sociales	1 302 610,16		4 825 192,52
	DETTES SUR IMMOBILISATIONS	276 726,74		906 270,76
	AUTRES DETTES	535 644,97		386 940,59
	PRODUITS CONSTATÉS D'AVANCE (Note n° 5)	2 079 093,73		123 529,00
TOTAL (II)	5 584 818,17		8 699 057,27	
TOTAL GÉNÉRAL (I + II)	83 435 004,68		88 602 158,12	

1

ANNEXE

Les marchés financiers

- 224 **A** Les titres de capital
- 237 **B** Les titres de créance
- 243 **C** Les marchés de dérivés

1 LES MARCHÉS FINANCIERS

A Les titres de capital

1 Le marché français

1.1 L'évolution de la cote

TABLEAU 1

Nombre de sociétés inscrites à la cote

	2002	VARIATION 2002/2001	2003	VARIATION 2003/2002	2004	VARIATION 2004/2003
INSCRIPTIONS DE SOCIÉTÉS À LA COTE						
Premier marché	395	- 30	368	- 27	353	- 15
Sociétés françaises	276	- 22	261	- 15	247	- 14
Sociétés étrangères	119	- 8	107	- 12	106	- 1
Zone euro	55	- 1	47	- 8	49	2
Hors zone euro	64	- 7	60	- 4	57	- 3
Second marché	325	- 22	312	- 13	306	- 6
Sociétés françaises	318	- 22	305	- 13	297	- 8
Sociétés étrangères	7	0	7	0	9	2
Zone euro	3	0	3	0	4	1
Hors zone euro	4	0	4	0	5	1
Nouveau marché	153	- 11	137	- 16	128	- 9
Sociétés françaises	146	- 10	131	- 15	122	- 9
Sociétés étrangères	7	- 1	6	- 1	6	0
Zone euro	2	- 1	2	0	2	0
Hors zone euro	5	0	4	- 1	4	0
Segment Next Track	33	11	39	6	43	4
Sociétés françaises	27	9	31	4	34	3
Sociétés étrangères	6	2	8	2	9	1
TOTAL Marchés réglementés	906	- 52	856	- 50	830	- 26
Marché libre	258	19	254	- 4	246	- 8
Sociétés françaises	246	15	240	- 6	235	- 5
Sociétés étrangères	12	4	14	2	11	- 3
Zone euro	5	3	7	2	5	- 2
Hors zone euro	7	1	7	0	6	- 1

Source : AMF-Euronext Paris

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.

1 LES MARCHÉS FINANCIERS

TABLEAU 2

Admissions, radiations, transferts de sociétés à la cote

	2002	VARIATION 2002/2001	2003	VARIATION 2003/2002	2004	VARIATION 2004/2003
▶ ADMISSIONS DE SOCIÉTÉS A LA COTE ⁽¹⁾						
Premier marché	2	- 9	3	1	12	9
Sociétés françaises	1	- 8	0	0	6	6
Sociétés étrangères	1	- 1	3	2	6	3
Zone euro	1	- 1	1	0	4	3
Hors zone euro	0	0	2	2	2	0
Second marché	7	- 2	0	0	6	6
Sociétés françaises	7	- 2	0	0	4	4
Sociétés étrangères	0	0	0	0	2	2
Zone euro	0	0	0	0	1	1
Hors zone euro	0	0	0	0	1	1
Segment Next Track	11	- 11	6	- 5	4	- 2
Sociétés françaises	9	- 9	4	- 5	3	- 1
Sociétés étrangères	2	- 2	2	0	1	- 1
Zone euro	2	- 2	2	0	1	- 1
Hors zone euro	0	0	0	0	0	0
Nouveau marché	2	- 7	0	0	0	0
Sociétés françaises	2	- 4	0	0	0	0
Sociétés étrangères	0	0	0	0	0	0
TOTAL Marchés réglementés	22	- 29	9	- 13	22	13
Marché libre	23	- 13	14	- 9	19	5
Sociétés françaises	19	- 16	12	- 7	18	6
Sociétés étrangères	4	3	2	- 2	1	- 1
Zone euro	3	3	2	- 1	0	0
Hors zone euro	1	0	0	0	1	1

Source : AMF-Euronext Paris

¹ Hors transferts.

	2002	VARIATION 2002/2001	2003	VARIATION 2003/2002	2004	VARIATION 2004/2003
▶ RADIATIONS DE SOCIÉTÉS DE LA COTE						
Premier marché	32	- 9	31	- 1	28	- 3
Sociétés françaises	23	- 1	16	- 7	20	4
Sociétés étrangères	9	- 8	15	6	8	- 7
Zone euro	2	- 3	9	7	3	- 6
Hors zone euro	7	- 5	6	- 1	5	- 1
Second marché	31	12	18	- 13	19	1
Sociétés françaises	31	12	18	- 13	19	1
Sociétés étrangères	0	0	0	0	0	0
Nouveau marché	13	9	14	1	8	- 6
Sociétés françaises	12	8	13	1	8	- 5
Sociétés étrangères	1	1	1	0	0	- 1
Zone euro	1	1	0	- 1	0	0
Hors zone euro	0	0	1	1	0	0
TOTAL Marchés réglementés	76	12	63	- 13	55	- 8
Marché libre	2	- 7	14	12	21	7
Sociétés françaises	2	- 7	14	12	17	3
Sociétés étrangères	0	0	0	0	4	4
Zone euro	0	0	0	0	2	2
Hors zone euro	0	0	0	0	2	2

Source : AMF-Euronext Paris

	2002	VARIATION 2002/2001	2003	VARIATION 2003/2002	2004	VARIATION 2004/2003
▶ TRANSFERTS ET SUBSTITUTIONS DE SOCIÉTÉS DE LA COTE						
du Second marché au Premier marché	0	- 2	0	0	0	0
du Nouveau marché au Premier marché	0	0	1	1	0	- 1
du Nouveau marché au Second marché	0	0	1	1	1	0
du Marché libre au Second marché	2	- 3	4	2	6	2
du Marché libre au Nouveau marché	0	- 1	0	0	0	0
TOTAL Transferts	2	- 6	6	4	7	1

Source : AMF-Euronext Paris

1 LES MARCHÉS FINANCIERS

TABLEAU 3

Liste des introductions (y compris sur le segment Next Track) en 2004

DATE	SOCIÉTÉS	MARCHÉ	PRIX OFFRE	COURS COTÉ J + 5	PROCÉDURE
LISTE DES INTRODUCTIONS					
08 janv. 2004	Raphaël Michel	ML	11,00	-	OPM
29 janv. 2004	Iliad	PM	16,30	19,30	PG/OPO
18 fév. 2004	À Toute Vitesse	ML	11,54	10,85	OPF
26 fév. 2004	Poweo	ML	12,41	13	OPF
31 mars 2004	Groupe Julliard	ML	3,32	3,33	OPM
	Hammerson plc	PM	10,76	11	CD
21 avril 2004	Ferco Developpement	ML	14,00	14	OPF
23 avril 2004	Silicon Web Group	ML	7,14	7,14	OPF
05 mai 2004	SES Global — FDR	PM	7,30	-	CD
17 mai 2004	Axalto Holding nv	PM	14,80	15	PG/OPO
19 mai 2004	L'Inventoriste	ML	6,92	6,88	PG/OPF
16 juin 2004	Continental Lease	ML	16,50	15	OPF
17 juin 2004	Snecma	PM	15,60	16,08	PG/OPO
02 Juil. 2004	Musicrypt (inc)	ML	0,60	-	OPF
06 Juil. 2004	BioMérieux	PM	30,00	29,50	PG/OPO
07 Juil. 2004	Oxbow	SM	8,60	8,13	PG/OPO
	PagesJaunes	PM	14,10	14,23	PG/OPO
09 Juil. 2004	ECA	SM	9,00	8,56	PG/OPO
	SMTPC	SM	77,00	80,25	PG/OPO
14 Juil. 2004	NEOVIA Electronics	SM	16,45	17,40	PG/OPO
16 Juil. 2004	Skinethic	ML	6,00	7,40	OPM
30 Juil. 2004	LTA Modeling Group	ML	10,00	-	OPF
02 août 2004	CIMEX Pharma	SM	8,30	8,26	PG/OPO
24 août 2004	Lexbase	ML	0,92	-	OPF
11 oct. 2004	Cryonic Medical	ML	4,00	4	OPF
15 oct. 2004	Body One	ML	3,00	3,19	PG/OPF
21 oct. 2004	Nexity	PM	17,90	18,58	PG/OPO
28 oct. 2004	Capelli	ML	12,05	13,44	OPF
03 nov. 2004	Scorpa	ML	4,00	4	PG/OPF
09 nov. 2004	Global Interface	ML	4,30	4,30	OPF
24 nov. 2004	Autoroutes Paris-Rhin-Rhône	PM	40,50	43,30	PG/OPO
13 déc. 2004	Maroc Télécom	PM	6,16	7,31	CD
16 déc. 2004	Piscinelle	ML	7,50	11	CD
17 déc. 2004	Warehouses De Pauw	SM	35,00	35	CD
20 déc. 2004	VastNed Retail nv	PM	-	-	CD
22 déc. 2004	Corio nv	PM	-	-	CD
22 déc. 2004	Financial	ML	35,00	-	CD

DATE	SOCIÉTÉS	PRIX OFFRE	COURS COTÉ J + 5	TITRES ADMIS	PROCÉDURE	NOMBRE DE TITRES DIFFUSÉS AU PUBLIC
SEGMENT NEXT TRACK						
22 janv. 2004	EuroMTS Global Master Unit	101,85	100,2	Actions de SICAV	Indice EuroMTS Global TM	Maximum : 10 milliards d'actions
24 mars 2004	EuroMTS 10-15Y Master Unit	103,27	102,35	Actions de SICAV	Indice Euro MTS 10-15 TM	Maximum : 100 millions d'actions
	EuroMTS 3-5Y Master Unit	101,9	101,77	Actions de SICAV	Indice Euro MTS 3-5 TM	Maximum : 100 millions d'actions
02 déc. 2004	EasyETF EPRA Eurozone	161,55	161,00	Parts de FCP	Indice EPRA Eurozone	Maximum: 200 millions de part de FCP

Source : AMF-Euronext Paris

Note : Les cours sont exprimés en euros et correspondent aux cours de clôture.

PM : Premier marché
SM : Second marché
NM : Nouveau marché
ML : Marché libre

OPF : Offre à prix ferme
PG : Placement garanti
OPM : Offre à prix minimal
OPO : Offre à prix ouvert
CD : Cotation directe

LES MARCHÉS FINANCIERS

TABLEAU 5

Liste des radiations en 2004

DATE	SOCIÉTÉS	PAYS	MARCHÉ	MOTIF	NOMINAL EN EUROS	NOMBRE DE TITRES RADIÉS
LISTE DES RADIATIONS						
02 janv. 2004	Simco	France	PM	Fusion-absorption	23,35	27 269 493
12 janv. 2004	Bijoux Altesse	France	SM	OPRO	2	1 319 984
19 janv. 2004	Euroman	France	ML	Liquidation	1,55	250 000
26 janv. 2004	Fpee Industries	France	SM	OPRO	SVN	2 399 740
29 janv. 2004	Multimedia Network Computer	France	ML	Liquidation	0,3	10 241 000
30 janv. 2004	Aktiebolaget Skf	Suède	PM	Procédure ordonnée de retrait	12,5 SEK	63 743 224
	Netvalue	France	NM	Liquidation	0,25	9 333 960
06 fév. 2004	Pechiney	France	PM	OPRO	15,25	83 487 763
09 fév. 2004	Sté de Placements Sélectionnés SPS	France	PM	OPRO	6,1	5 973 195
16 fév. 2004	Petit Boy	France	SM	OPRO	3	800 000
	Thermatech Ing.	France	NM	Liquidation	SVN	1 244 410
18 fév. 2004	Assystem	France	SM	Fusion-absorption	SVN	5 149 871
23 fév. 2004	Naf Naf	France	SM	OPRO	2	4 728 378
	Union Gle Nord	France	PM	OPRO	SVN	659 400
26 fév. 2004	Royal Philips Electronics nv	Pays-Bas	PM	Procédure ordonnée de retrait	0,2	1 316 070 392
01 mars 2004	Point Cadres	France	ML	Cession d'actifs	SVN	680 000
10 mars 2004	Berger-Levrault	France	PM	OPRO	16	318 151
11 mars 2004	Legris Industries	France	PM	OPRO	3	8 196 088
22 mars 2004	Righini	France	SM	OPRO	5	819 000
23 mars 2004	Bhp Billiton	Royaume-Uni	PM	Procédure ordonnée de retrait	0,5 USD	2 468 147 002
	Creatis	France	ML	Liquidation	0,5	462 000
29 mars 2004	FI System	France	NM	Cession d'actifs	0,5	16 922 406
01 avril 2004	Solaronics Technologies	France	ML	Fusion-absorption	1	3 459 097
06 avril 2004	Norcan	France	SM	OPRO	3	434 661
08 avril 2004	Matsushita Elec.	Japon	PM	Procédure ordonnée de retrait	50 JPY	2 111 156 851
23 avril 2004	Innocable	France	ML	Liquidation	3,05	672 000
	Orange	France	PM	OPRO	1	4 814 590 240
	Transiciel	France	PM	OPRO	1	18 829 662
05 mai 2004	Cocoon	France	SM	Liquidation	SVN	2 419 446
11 mai 2004	Rue Impériale	France	PM	Fusion-absorption	SVN	7 998 130
17 mai 2004	Jestin	France	SM	Cession d'actifs	0,77	1 333 333
26 mai 2004	Coface	France	PM	OPRO	SVN	13 049 899
07 juin 2004	Iles Magazines	Suisse	ML	Liquidation	1 CHF	389 706
15 juin 2004	Hôtelière Lutetia-Concorde	France	PM	Fusion-absorption	6,2	983 455
17 juin 2004	Microspire	France	SM	OPRO	0,45	1 116 666
22 juin 2004	Entenial	France	PM	OPRO	SVN	11 837 428

Note :

PM: Premier marché

SM: Second marché

NM: Nouveau marché

ML: Marché libre

SVN: Sans valeur nominale

DATE	SOCIÉTÉS	PAYS	MARCHÉ	MOTIF	NOMINAL EN EUROS	NOMBRE DE TITRES RADIÉS
LISTE DES RADIATIONS						
25 juin 2004	Grandvision	France	PM	OPRO	1,6	23 445 325
28 juin 2004	Eurodirect Market.	France	SM	OPRO	SVN	3 598 343
	Vivarte	France	PM	OPRO	2	31 278 904
06 Juil. 2004	Intl Computer	France	SM	Fusion-absorption	6,1	504 000
12 Juil. 2004	Champex	France	PM	OPRO	4,72	2 040 817
26 Juil. 2004	Haslemere	Pays-Bas	ML	Procédure de rachat	2,75	23 670 632
	Tofinso-Sdr	France	PM	OPRO	SVN	175 381 055
	Wanadoo	France	PM	OPRO	0,3	1 497 639 153
12 août 2004	Grande Paroisse	France	PM	OPRO	1	390 147 730
16 août 2004	PereNoel.fr	France	ML	Liquidation	0,1	2 355 598
	Staci	France	NM	OPRO	SVN	12 147 500
01 sept. 2004	Domateam — AUD	France	ML	Liquidation	0,45	1 122 000
03 sept 2004	Gespac System	France	SM	Liquidation	0,8	2 124 870
	Ixo	France	NM	Liquidation	SVN	52 571 933
06 sept 2004	Kahiloa	France	ML	Dissolution	SVN	983 000
15 sept 2004	Rodamco Asia nv	Pays-Bas	ML	Dissolution	4	23 731 758
29 sept 2004	Sema Group	France	ML	OPRO	10	2 716 693
01 oct. 2004	Maître Fournil	France	SM	OPRO	0,77	1 584 756
04 oct. 2004	Cybersearch	France	NM	Liquidation	SVN	7 750 315
	Euroguard	France	ML	Fusion-absorption	SVN	2 100 000
12 oct. 2004	Sportfive	France	SM	OPRO	1,52	687 007 7
13 oct. 2004	Intégral Média	France	ML	Liquidation	0,22	1 027 375
	Nokia	Finlande	PM	Procédure ordonnée de retrait	0,06	4 749 952 112
15 oct. 2004	Éditions Didier Richard	France	ML	Dissolution	SVN	1 305 316
20 oct. 2004	Next Up Sa	France	ML	Liquidation	SVN	19 720 745
28 oct. 2004	Amvescap	Royaume-Uni	PM	Procédure ordonnée de retrait	0,25 GBP	650 288 985
04 nov. 2004	Francarep	France	PM	Fusion-absorption	15	2 803 713
05 nov. 2004	Sprint sa	France	ML	Liquidation	SVN	968 900
08 nov. 2004	Crédit Foncier de France	France	PM	OPRO	6,5	61 707 986
	Établissements Nicolas	France	ML	OPRO	8	240 144
16 nov. 2004	Charles Barker	Suisse	ML	Liquidation	1 CHF	1 000 000
17 nov. 2004	Himalaya	France	NM	Liquidation	0,5	7 940 608
18 nov. 2004	Seae	France	SM	OPRO	6,1	1 392 600
29 nov. 2004	GTE corp	États-Unis	PM	Fusion-absorption	0,05 USD	982 938 821
02 déc. 2004	Intecom	France	ML	Liquidation	SVN	1 116 590
07 déc. 2004	Algeco	France	SM	OPRO	SVN	4 778 340
08 déc. 2004	Soleri	France	SM	OPRO	1	2 242 030
16 déc. 2004	Dapta Mallinjoud	France	SM	Dissolution	1,52	1 894 550
23 déc. 2004	Consodata	France	NM	OPRO	0,35	13 599 240
31 déc. 2004	Telecom Italia	Italie	PM	Procédure ordonnée de retrait	0,03	3 627 447 450

Source : AMF-Euronext Paris

1 LES MARCHÉS FINANCIERS

1.2 Le marché primaire

TABLEAU 6

Émissions de titres de capital (en millions d'euros)

	2003	2004	VARIATION 2004/2003	STRUCT. 2003	STRUCT. 2004
ÉMISSIONS DE TITRES DE CAPITAL					
Premier marché	22 331,8	10 140,3	- 54,59 %	97,77 %	95,74 %
De numéraire avec APE	3 796,3	3 681,8	- 3,02 %	16,62 %	34,76 %
Réservées aux salariés	1 723,3	733,7	- 57,42 %	7,54 %	6,93 %
Autres réservées	0,0	2 785,8	0,00 %	0,00 %	26,30 %
Paiement du dividende en actions	310,7	498,0	60,26 %	1,36 %	4,70 %
Ex. de bons de souscription	15 602,0	1 202,0	- 92,30 %	68,31 %	11,35 %
Levées d'options	899,5	1 239,0	37,74 %	3,94 %	11,70 %
Second marché	336,2	252,6	- 24,88 %	1,47 %	2,38 %
De numéraire avec APE	234,2	157,1	- 32,92 %	1,03 %	1,48 %
Réservées aux salariés	7,8	2,0	- 74,03 %	0,03 %	0,02 %
Autres réservées	23,6	3,9	- 83,68 %	0,10 %	0,04 %
Paiement du dividende en actions	28,9	22,1	- 23,82 %	0,13 %	0,21 %
Ex. de bons de souscription	14,4	29,6	105,87 %	0,06 %	0,28 %
Levées d'options	27,3	37,9	38,76 %	0,12 %	0,36 %
Nouveau marché	172,7	198,5	14,91 %	0,76 %	1,87 %
De numéraire avec APE	124,4	89,4	- 28,11 %	0,54 %	0,84 %
Réservées aux salariés	3,9	0,5	- 86,85 %	0,02 %	0,00 %
Autres réservées	25,4	60,7	138,98 %	0,11 %	0,57 %
Paiement du dividende en actions	0,0	0,0	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Ex. de bons de souscription	15,4	43,0	179,41 %	0,07 %	0,41 %
Levées d'options	3,5	4,7	33,53 %	0,02 %	0,04 %
TOTAL Marchés réglementés	22 840,7	10 591,3	- 53,63 %	100,00 %	100,00 %
De numéraire avec APE	4 154,9	3 928,4	- 5,45 %	18,19 %	37,09 %
Réservées aux salariés	1 735,0	736,3	- 57,56 %	7,60 %	6,95 %
Autres réservées	49,0	2 850,4	++	0,21 %	26,91 %
Paiement du dividende en actions	339,7	520,0	53,09 %	1,49 %	4,91 %
Ex. de bons de souscription	15 631,8	1 274,6	- 91,85 %	68,44 %	12,03 %
Levées d'options	930,4	1 281,6	37,76 %	4,07 %	12,10 %
Marché libre	16,5	88,8	437,64 %		
De numéraire avec APE	11,4	4,1	- 63,69 %	-	-
Réservées aux salariés	0,0	0,0	0,00 %	-	-
Autres réservées	3,9	56,8	++	-	-
Ex. de bons de souscription	1,2	27,8	++	-	-
Levées d'options	0,0	0,1	751,49 %	-	-
TOTAL émissions par APE	22 880,9	10 709,7	- 53,19 %	100,00 %	100,00 %
Sociétés cotées	22 857,2	10 680,1	- 53,27 %	99,90 %	99,72 %
Sociétés non cotées	23,6	29,6	25,41 %	0,10 %	0,28 %

Source : AMF-Euronext Paris

TABLEAU 7
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	2004	VARIATION 2004/2003	STRUCT. 2004
ÉMISSIONS DE TITRES DE CAPITAL				
Actions	4 132,56	3 928,35	- 4,9 %	100,0 %
- Ordinaires	4 129,88	3 850,29	- 6,8 %	98,0 %
- ABSA	2,68	78,06	++	2,0 %
Certificats d'investissement	22,36	0,00	--	0,0 %
- CCI	22,36	0,00	--	0,0 %
TOTAL Hors BSA	4 154,92	3 928,35	- 5,5 %	100,0 %
Bons de souscription	0,00	0,00	-	0,0 %
TOTAL général	4 154,92	3 928,35	- 5,5 %	100,0 %

Source : AMF-Euronext Paris

TABLEAU 8
Répartition des émissions de numéraire par appel public à l'épargne par secteur émetteur : sociétés cotées sur un marché réglementé (en millions d'euros)

Groupes économiques FTSE	2003	2004	VARIATION 2004/2003	STRUCT. 2004
RÉPARTITION PAR SECTEUR ÉMETTEUR				
Ressources	298,3	146,5	- 50,90 %	1,38 %
Industries de base	2 072,5	1 599,9	- 22,80 %	15,11 %
Industries généralistes	109,2	2 304,0	++	21,75 %
Biens de consommation cycliques	52,5	34,0	- 35,31 %	0,32 %
Biens de consommation non cycliques	406,6	255,9	- 37,06 %	2,42 %
Services cycliques	860,5	1 512,1	75,72 %	14,28 %
Services non cycliques	15 156,2	73,7	- 99,51 %	0,70 %
Services aux collectivités	25,6	760,4	++	7,18 %
Sociétés financières	3 696,9	2 511,3	- 32,07 %	23,71 %
Technologies de l'information	162,4	1 393,6	758,02 %	13,16 %
TOTAL	22 840,7	10 591,3	- 53,63 %	100,00 %

Source : AMF-Euronext Paris

Note :
 ABSA : Action à bon de souscription d'action
 BSA : Bon de souscription d'action
 CCI : Certificat coopératif d'investissement
 APE : Appel public à l'épargne.

1 LES MARCHÉS FINANCIERS

1.3 Le marché secondaire

TABLEAU 9

Transactions sur titres de capital (en millions d'euros)

Electronic Order Book	2003	VARIATION 2003/2002	2004	VARIATION 2004/2003
▶ ÉMISSIONS DE TITRES DE CAPITAL				
Paris	895 098	- 13,43 %	1 005 889	12,38 %
Valeurs françaises	874 476	- 11,78 %	973 872	11,37 %
Valeurs étrangères	3 322	- 70,27 %	20 054	503,67 %
Trackers	17 301	- 45,19 %	11 963	- 30,85 %

Source : Euronext Paris

TABLEAU 10

Capitalisation boursière des titres de capital (en milliards d'euros)

	31/12/2003	VARIATION 2003/2002	31/12/2004	VARIATION 2004/2003
▶ VALEURS FRANÇAISES				
Premier marché	1 024,3	15,9 %	1 093,0	6,7 %
Second marché	42,7	15,5 %	47,7	11,7 %
Nouveau marché	7,9	17,6 %	6,2	- 21,6 %
TOTAL	1 075,0	15,9 %	1 146,9	6,7 %

Source : Euronext Paris

1.4 L'évolution des cours

TABLEAU 11

Évolution des indices boursiers

	31/12/2002	VARIATION 2002/2001	31/12/2003	VARIATION 2003/2002	31/12/2004	VARIATION 2004/2003
▶						
CAC 40	3 063,91	- 33,75 %	3 557,90	16,12 %	3 821,16	7,40 %
SBF120	2 148,59	- 32,35 %	2 510,37	16,84 %	2 715,25	8,16 %
SBF 250	2 053,26	- 31,13 %	2 411,51	17,45 %	2 634,12	9,23 %
Second marché	1 840,59	- 19,27 %	2 216,32	20,41 %	2 739,25	23,59 %
Nouveau marché	509,53	- 52,95 %	642,91	26,18 %	661,57	2,90 %

Source : Euronext Paris

1.5 Les opérations de rapprochement des sociétés cotées

TABLEAU 12
Opérations de rapprochement des sociétés cotées sur les marchés réglementés (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		2004		VARIATION 2004/2003
	MONTANT	NOMBRE D'OPÉRATIONS	MONTANT	NOMBRE D'OPÉRATIONS	
OPÉRATIONS DE RAPPROCHEMENT					
OFFRES PUBLIQUES	10419,64	69	12519,99	72	20,16 %
OPA	309,67	18	2754,14	17	789,38 %
procédure normale	124,45	5	1636,02	4	++
procédure simplifiée	185,22	13	1547,22	13	735,34 %
OPE	0,00	6	0,00	4	0,00 %
procédure normale	0,00	4	0,00	1	0,00 %
procédure simplifiée	0,00	2	0,00	3	0,00 %
OPA/OPE	4554,41	1	7696,09	3	68,98 %
OPR	279,39	30	694,09	36	148,43 %
OPR avec retrait obligatoire	274,72	29	694,09	34	152,65 %
OPR sans retrait obligatoire	4,67	1	0,00	2	--
OP Rachat	251,03	9	142,20	5	- 43,35 %
Garantie de cours	5025,14	5	1233,48	7	- 75,45 %
Montant lié à la garantie de cours	536,38	5	395,06	7	- 26,35 %
Montant lié à la cession de blocs de contrôle	4488,76	0	838,43	0	- 81,32 %
FUSIONS ET APPORTS	4030,31	14	30179,04	24	648,80 %
Fusion	3892,09	6	29089,51	15	647,40 %
Apports	138,22	8	1089,53	9	688,26 %
TOTAL	14449,95	83	43128,12	96	198,47 %

Source : AMF-Euronext Paris

2 Comparaisons internationales

TABLEAU 13

Transactions sur titres de capital (en milliards 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 :

- 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		2004		VARIATION 2004/2003 (%)	
	Carnet d'ordres	TOTAL	Carnet d'ordres	TOTAL	Carnet d'ordres	TOTAL
▶ TRANSACTIONS SUR TITRES DE CAPITAL						
NYSE	-	8 503	-	9 317		9,6
Nasdaq	-	6 183	-	7 022		13,6
Tokyo Stock Exchange	1 857	1 857	2 591	2 591	39,5	39,5
London Stock Exchange	1 035	3 176	1 288	4 149	24,5	30,7
Deutsche Börse	833	1 143	903	1 238	8,4	8,3
Euronext	1 366	1 672	1 544	1 986	13	18,8
Swiss Exchange	397	535	443	635	11,5	18,7
Borsa Italiana	679	722	738	778	8,6	7,8
Bolsas y Mercados Españoles	494	821	640	966	29,4	17,8

Source : Tableau de bord international (AMF)

TABLEAU 14

Capitalisations boursières en fin d'année des actions nationales (en milliards d'euros)

	2003	2004	VARIATION EUROS	VARIATION USD
▶ CAPITALISATIONS BOURSIÈRES				
Royaume-Uni	1 923	2 077	8,0 %	16,1 %
Allemagne	855	881	3,0 %	10,7 %
Euronext	1 646	1 800	9,4 %	17,6 %
Suisse	576	611	6,1 %	14,0 %
Italie	487	583	19,5 %	28,4 %
Espagne	576	694	20,5 %	29,5 %
Suède	254	279	9,9 %	18,1 %
Autriche	45	65	44,8 %	55,3 %
Luxembourg	30	37	24,6 %	34,3 %
NYSE	8 982	9 372	4,3 %	12,2 %
Nasdaq	2 255	2 606	15,6 %	24,2 %
Toronto	722	869	20,4 %	
American Stock Exchange	74	61	- 17,1 %	29,4 %
Brésil	186	243	30,9 %	40,8 %
Mexique	97	126	29,8 %	39,9 %



	2003	2004	VARIATION EUROS	VARIATION USD
▶ CAPITALISATIONS BOURSIÈRES				
Tokyo	2 341	2 624	12,1 %	20,5 %
Hong Kong	567	635	12,1 %	20,6 %
Australie	464	572	23,3 %	32,6 %
Taiwan	300	327	8,7 %	16,9 %
Corée	236	294	24,4 %	33,6 %
Thaïlande	94	85	- 10,1 %	- 3,0 %

Source : World Federation of Exchanges

TABLEAU 15
Évolution des indices boursiers (données fin d'années)

	VALEUR 2003	VARIATION 2003/2002	VALEUR 2004	VARIATION 2004/2003
▶ CAPITALISATIONS BOURSIÈRES				
Londres (FT-100)	4 476,87	13,6	4 814,30	7,5
Paris (SBF250)	2 411,51	17,4	2 634,12	9,2
Bruxelles (gen. Price)	6 477,45	12,3	8 730,30	34,8
Milan (MIB)	19 483,00	14,9	22 886,00	17,5
Suisse (SPI)	3 961,58	22,1	4 234,56	6,9
Amsterdam (AAX ALL SHARE INDEX)	485,80	5,1	513,31	5,7
Francfort (DAX)	3 965,16	37,1	4 256,08	7,3
Vienne (SE Index)	623,75	30,2	928,24	48,8
Luxembourg (Lux Gal Price)	726,35	27,5	858,36	18,2
Stockholm (SX GEN)	194,17	29,8	228,41	17,6
Amex (MARK. VAL.)	1 173,50	42,3	1 434,34	22,2
Toronto (Comp.)	8 220,89	24,3	9 246,65	12,5
New York (DJ INDUSTRIEL)	10 453,92	25,3	10 783,01	3,1
Nasdaq (COMPOSITE)	2 003,37	50,0	2 175,44	8,6
Sydney (ALL ORDINARIES)	3 306,00	11,1	4 053,10	22,6
Tokyo (TOPIX)	1 043,69	23,8	1 149,63	10,2
Hong Kong (Hang Seng Index.)	12 575,94	34,9	14 230,14	13,2
Singapour (All share)	475,81	36,4	531,73	11,8
Osaka (300 COM)	1 024,48	27,9	1 145,24	11,8
Corée (COMPOSITE)	810,71	29,2	895,92	10,5
Taiwan (weighted)	5 890,69	32,3	6 139,69	4,2
Thaïlande (SET)	772,15	116,6	668,10	- 3,5
Johannesburg (ACTUARIES)	10 387,22	12,0	12 656,86	21,9
Sao Paulo (Bovespa)	22 236,00	97,3	26 196,00	17,8
Mexico (P & Q)	8 795,28	43,5	12 917,88	46,9

Source : World Federation of Exchanges

B Les titres de créance

1 Le marché français

1.1 Les émissions sur le marché français

TABLEAU 16

Émissions de titres de créance par type de titres (en millions d'euros)

	2003		2004		VARIATION 2004/2003	STRUCTURE	
	MONTANT	NOMBRE D'OPÉRATIONS	MONTANT	NOMBRE D'OPÉRATIONS		2003	2004
Emprunts obligataires	18074,6	45	9152,6	45	- 49,4 %	14,7 %	8,9 %
Obligations ou titres subordonnés pouvant donner accès au capital	13921,1	27	2677,7	18	- 80,8 %	11,3 %	2,6 %
OCA	9,1	3	40,1	4	341,5 %	0,0 %	0,0 %
OCEANE	5062,3	11	1968,5	6	- 61,1 %	4,1 %	1,9 %
ORA	65,6	4	90,0	2	37,2 %	0,1 %	0,1 %
ORAN	1405,6	1	278,6	1	- 80,2 %	1,1 %	0,3 %
OBSAREM	103,1	4	140,6	4	36,4 %	0,1 %	0,1 %
TSDDRA	300,0	1	0,0	0	- 100,0 %	0,2 %	0,0 %
TCRAE	1,2	1	0,0	0	- 100,0 %	0,0 %	0,0 %
OSRA	901,3	1	160,0	1	- 82,2 %	0,7 %	0,2 %
TDIRA	6072,9	1	0,0	0	- 100,0 %	4,9 %	0,0 %
Titres subordonnés	4600,8	19	2664,1	14	- 42,1 %	3,7 %	2,6 %
TSDI	2174,8	5	0,0	0	- 100,0 %	1,8 %	0,0 %
TSDR	497,6	1	0,0	0	- 100,0 %	0,4 %	0,0 %
TSR	1928,5	13	2664,1	14	38,1 %	1,6 %	2,6 %
Obligations foncières	16078,4	24	11442,2	25	- 28,8 %	13,1 %	11,1 %
Obligations et titres à prix de remboursement indexé	2856,6	30	571,6	8	- 80,0 %	2,3 %	0,6 %
dont sur un taux (d'inflation ou d'intérêt)	0,0	0	564,6	6	-	0,0 %	0,5 %
dont sur un indice	0,0	0	7,0	2	-	0,0 %	0,0 %
TOTAL hors État	55531,4	145	26508,1	110	- 52,3 %	45,2 %	25,7 %
TOTAL État	67238,0		76572,0		13,9 %	54,8 %	74,3 %
TOTAL général	122769,4		103080,1		- 16,0 %	100,0 %	100,0 %

Source : AMF-Banque de France

Note :
OBSAREM: Obligation à bon de souscription d'actions remboursables
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.
OCA: Obligation convertible en actions
TCRAE: Titre de créance remboursable en actions et/ou en espèces

TDIRA: Titre à durée indéterminée remboursable en actions
TSDDRA: Titre subordonné à durée déterminée remboursable en actions
OSRA: Obligation subordonnée remboursable en actions

TSR: Titre subordonné remboursable
TSDI: Titre subordonné à durée indéterminée
TSDR: Titre subordonné de dernier rang

TABLEAU 17

Émissions de certificats (en millions d'euros)

	2003		2004		VARIATION 2004/2003	STRUCTURE	
	MONTANT	NOMBRE DE VISAS ⁽¹⁾	MONTANT	NOMBRE DE VISAS ⁽¹⁾		2003	2004
▶ CERTIFICATS INDEXÉS SUR :							
Actions	43,94	10	0,00	0	- 100,0 %	6,4 %	0,0 %
Un panier d'actions	30,00	1	66,53	3	121,8 %	4,3 %	32,6 %
L'indice CAC40	190,80	38	66,90	9	- 64,9 %	27,6 %	32,8 %
Un autre indice ou un panier d'indices	425,58	19	70,70	9	- 83,4 %	61,6 %	34,6 %
TOTAL général	690,32	68	204,13	21	- 70,4 %	100,0 %	100,0 %

Source : AMF

¹ Un visa peut comporter plusieurs tranches.

1 LES MARCHÉS FINANCIERS

TABLEAU 18

Admissions de bons d'options (warrants) par type de sous-jacent (en millions d'euros)

	ANNÉE 2003			
	VALEUR	NOMBRE ⁽¹⁾	VARIATION VALEUR	STRUCTURE
PRODUITS ACTIONS OU À CARACTÈRE ACTION	28 026,98	160	- 51,6 %	78,82 %
Actions	14 014,28	62	- 56,0 %	30,54 %
Actions françaises	1 617,50	4	37,5 %	1,97 %
Actions européennes	196,50	9	- 82,7 %	4,43 %
Actions étrangères H.Z.E. ⁽²⁾	39,60	1	- 79,2 %	0,49 %
Panier d'actions françaises	6 581,83	21	- 62,5 %	10,34 %
Panier d'actions européennes	3 236,80	14	- 68,0 %	6,90 %
Panier d'actions étrangères H.Z.E. ⁽²⁾	1 701,95	5	123,2 %	2,46 %
Panier d'actions internationales	640,10	8	- 26,1 %	3,94 %
Indices boursiers français	13 038,14	57	- 45,0 %	28,08 %
Indice CAC40	13 038,14	57	- 45,0 %	28,08 %
Indices boursiers étrangers	974,57	41	- 59,5 %	20,20 %
Indice S & P500	11,05	1	- 92,6 %	0,49 %
Indice DJIA	140,78	11	- 82,9 %	5,42 %
Indices NASDAQ	83,00	1	- 68,3 %	0,49 %
Indice DAX30	74,30	1	- 53,4 %	0,49 %
Indice FTSE100	13,98	1	0,0 %	0,49 %
Indice STOXX	133,50	1	62,1 %	0,49 %
Indice Nikkeï225	164,63	10	- 54,5 %	4,93 %
Autres	353,33	15	- 38,0 %	7,39 %
TAUX DE CHANGE	5 760,49	38	102,1 %	18,72 %
EURO/USD	5 645,98	26	168,0 %	12,81 %
EURO/JPY	74,27	6	- 81,5 %	2,96 %
EURO/GBP	4,01	1	- 94,4 %	0,49 %
USD/JPY	36,24	5	- 86,6 %	2,46 %
Autres	0,00	0	0,0 %	0,00 %
CONTRATS DÉRIVÉS	75,65	5	- 64,9 %	2,46 %
TOTAL	33 863,12	203	- 44,5 %	100,00 %

¹ Nombre de tranches (un visa peut comporter plusieurs tranches).

² H.Z.E. : Hors zone euro.

ANNÉE 2004

	VALEUR	NOMBRE ⁽¹⁾	VARIATION VALEUR	STRUCTURE
PRODUITS ACTIONS OU À CARACTÈRE ACTION	25 217,03	91	- 10,0 %	85,85 %
Actions	12 777,47	48	- 8,8 %	45,28 %
Actions françaises	441,85	16	- 72,7 %	15,09 %
Actions européennes	0,00	0	--	0,00 %
Actions étrangères H.Z.E ⁽²⁾	94,15	6	137,8 %	5,66 %
Panier d'actions françaises	5 805,53	12	- 11,8 %	11,32 %
Panier d'actions européennes	5 919,51	7	82,9 %	6,60 %
Panier d'actions étrangères H.Z.E ⁽²⁾	0,00	0	--	0,00 %
Panier d'actions internationales	516,43	7	- 19,3 %	6,60 %
Indices boursiers français	11 864,27	31	- 9,0 %	29,25 %
Indice CAC40	11 864,27	31	- 9,0 %	29,25 %
Indices boursiers étrangers	575,29	12	- 41,0 %	11,32 %
Indice S & P500	0,00	0	--	0,00 %
Indice DJIA	12,75	2	- 90,9 %	1,89 %
Indices NASDAQ	52,75	3	- 36,4 %	2,83 %
Indice DAX30	0,00	0	--	0,00 %
Indice FTSE100	0,00	0	--	0,00 %
Indice STOXX	0,00	0	--	0,00 %
Indice Nikkei225	36,80	2	- 77,6 %	1,89 %
Autres	472,99	5	33,9 %	4,72 %
TAUX DE CHANGE	5 791,89	13	0,5 %	12,26 %
EURO/USD	5 666,10	9	0,4 %	8,49 %
EURO/JPY	18,40	1	- 75,2 %	0,94 %
EURO/GBP	0,00	0	--	0,00 %
USD/JPY	24,30	2	- 32,9 %	1,89 %
Autres	83,09	1	0,0 %	0,94 %
CONTRATS DÉRIVÉS	42,90	2	- 43,3 %	1,89 %
TOTAL	31 051,81	106	- 8,3 %	100,00 %

Source : AMF

1 LES MARCHÉS FINANCIERS

1.2 Le marché secondaire

TABLEAU 19

Transactions sur titres de créance (en milliards d'euros)

	2003	2004	VARIATION 2004/2003
ELECTRONIC ORDER BOOK			
Obligations	6,309	7,326	16,1 %
- dont emprunts d'État	0,926	1,044	12,7 %
Warrants	3,615	3,235	- 10,5 %
Certificats	0,053	0,184	244,4 %
TOTAL	9,978	10,745	7,7 %

Source : Euronext Paris

TABLEAU 20

Capitalisation boursière des titres de créance (en milliards d'euros)

	31/12/2003		31/12/2004	
	MONTANT	VARIATION 2003/20002	MONTANT	VARIATION 2004/2003
CAPITALISATION BOURSIÈRE				
TOTAL	809	- 1,1	814	0,0
- dont emprunts d'État	557	+ 8,6	595	0,1

Source : Euronext Paris

1.3 L'évolution des taux

TABLEAU 21

Évolution des taux d'intérêt (en %)

	31/12/2003		31/12/2004	
	MONTANT	VARIATION 2003/20002	MONTANT	VARIATION 2004/2003
ÉVOLUTION DES TAUX D'INTÉRÊT				
TEC10	4,31	0,5 %	3,71	- 13,9 %
TMO Secteur privé	4,60	- 1,3 %	3,90	- 15,2 %
TME	4,36	- 1,6 %	3,70	- 15,1 %
EURIBOR 3 mois	2,12	- 25,9 %	2,16	1,5 %
EONIA	2,32	- 32,6 %	2,21	- 4,7 %

Source : Fininfo

TABLEAU 22
Évolution des indices de performance CNO ETRIX (base 100 31/12/1998)

	31/12/2003	VARIATION 2003/2002	31/12/2004	VARIATION 2004/2003
▶ ÉVOLUTION DES INDICES DE PERFORMANCE				
Indice Général	125,95	3,9 %	135,53	7,6 %
1 à 3 ans	123,82	3,3 %	128,03	3,4 %
7 à 10 ans	126,27	4,4 %	138,26	9,5 %

Source : Caisse des Dépôts et Consignations

TABLEAU 23
Offres publiques sur titres de créance (en millions d'euros)

	ANNÉE 2003		ANNÉE 2004	
	MONTANT	NOMBRE D'EMPRUNTS VISÉS	MONTANT	NOMBRE D'EMPRUNTS VISÉS
▶ OFFRES PUBLIQUES SUR TITRES DE CRÉANCE				
Offre publique d'achat (OPA)	342,3	3	463,7	1
Offre publique d'échange (OPE)	0,00	6	0,00	3
TOTAL	342,3	9	463,7	4

Source : AMF

Les marchés de dérivés en 2004

TABLEAU 24

Nombre de contrats négociés sur les marchés de dérivés – Euronext Paris

	2003	2004	VARIATION 2004/2003	STRUCT. 2003	STRUCT. 2004
▶ CONTRATS TRAITÉS					
Contrats fermes	29 331 547	24 058 528	- 18,0 %	10,56 %	7,55 %
dont CAC40 - 10 euros	29 319 624	24 058 528	- 17,9 %	10,55 %	7,55 %
Contrats d'options	248 155 450	294 015 948	18,5 %	89,30 %	92,31 %
CAC40	73 668 131	63 152 339	- 14,3 %	26,51 %	19,83 %
Sur actions américaines	145 158 831	183 759 332	26,6 %	52,24 %	57,69 %
Sur actions européennes	29 321 463	47 103 289	60,6 %	10,55 %	14,79 %
Tracker CAC40 Master Unit	3 074	358	- 88,4 %	0,00 %	0,00 %
Tracker DJ EURO STOXX 50 Master unit	3 951	630	- 84,1 %	0,00 %	0,00 %
TOTAL CONTRATS FINANCIERS	277 486 997	318 074 476	14,6 %	99,86 %	99,86 %
Contrats fermes	380 269	422 968	11,2 %	0,14 %	0,13 %
Colza	174 538	191 644	9,8 %	0,06 %	0,06 %
Blé n° 2	114 758	160 200	39,6 %	0,04 %	0,05 %
Maïs	90 973	71 124	- 21,8 %	0,03 %	0,02 %
Contrats d'options	14 646	15 184	3,7 %	0,01 %	0,00 %
Options sur contrat colza	7 003	7 590	8,4 %	0,00 %	0,00 %
Option sur contrat blé	7 643	7 594	- 0,6 %	0,00 %	0,00 %
TOTAL CONTRATS SUR MARCHANDISES	394 915	438 152	10,9 %	0,14 %	0,14 %
TOTAL GÉNÉRAL	277 881 912	318 512 628	14,6 %	100,00 %	100,00 %

Source : Euronext Paris

TABLEAU 25
Positions ouvertes des contrats négociés sur les marchés de dérivés – Euronext Paris

	2003	2004	VARIATION 2004/2003	STRUCT. 2003	STRUCT. 2004
▶ CONTRATS TRAITÉS					
Contrats fermes	441 949	423 106	- 4,3 %	0,97 %	0,78 %
dont CAC40 - 10 euros	441 949	423 106	- 4,3 %	0,97 %	0,78 %
Contrats d'options	45 082 075	53 452 261	18,6 %	98,96 %	99,13 %
CAC40	6 971 843	6 157 701	- 11,7 %	15,30 %	11,42 %
Sur actions américaines	15 917 505	15 438 522	- 3,0 %	34,94 %	28,63 %
Sur actions européennes	22 192 628	31 855 566	43,5 %	48,71 %	59,08 %
Tracker CAC40 Master Unit	69	22	- 68,1 %	0,00 %	0,00 %
Tracker DJ EURO STOXX 50 Master unit	30	450	1 400,0 %	0,00 %	0,00 %
TOTAL CONTRATS FINANCIERS	45 524 024	53 875 367	18,3 %	99,93 %	99,92 %
Contrats fermes	25 910	38 717	49,4 %	0,06 %	0,07 %
Colza	9 309	15 686	68,5 %	0,02 %	0,03 %
Blé n° 2	9 564	12 055	26,0 %	0,02 %	0,02 %
Maïs	7 037	10 976	56,0 %	0,02 %	0,02 %
Contrats d'options	7 349	6 310	- 14,1 %	0,02 %	0,01 %
Options sur contrat colza	3 062	2 942	- 3,9 %	0,01 %	0,01 %
Option sur contrat blé	4 287	3 368	- 21,4 %	0,01 %	0,01 %
TOTAL CONTRATS SUR MARCHANDISES	33 259	45 027	35,4 %	0,07 %	0,08 %
TOTAL GÉNÉRAL	45 557 283	53 920 394	18,4 %	100,00 %	100,00 %

Source : Euronext Paris

2

ANNEXE

La coopération internationale

- 246 **A** Accord de reconnaissance AMF-CFTC
- 247 **B** Liste des marchés reconnus
- 249 **C** Liste des marchés réglementés des pays membres de l'Espace économique européen
- 255 **D** Liste des accords et conventions signés par l'AMF avec ses homologues étrangers

2 LA COOPÉRATION INTERNATIONALE

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.

A Accord de reconnaissance AMF-CFTC

Contrats à terme et d'options français commercialisables aux États-Unis

Les contrats à terme et d'options sur contrats à terme français commercialisables aux États-Unis en application de l'accord de reconnaissance mutuelle signé entre la COB et la CFTC sont :

	CONTRAT À TERME FERME	CONTRAT D'OPTION SUR CONTRAT À TERME FERME
▶ ACCORD DE RECONNAISSANCE AMF-CFTC		
Euro notionnel	×	×
Euro 5 ans	×	×
Graines de colza	×	×
Blé de meunerie n° 2	×	×
Maïs	×	
Indice CAC 40 ®	×	

Source : AMF

2 LA COOPÉRATION INTERNATIONALE

B 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 monétaire et

MARCHÉ	DATE DE RECONNAISSANCE	ANNÉE DE CRÉATION	PRINCIPAUX BIENS ÉCHANGÉS
ÉTATS-UNIS ⁽¹⁾			
Amex Commodities Corporation, New York (ACC)	20 septembre 1991	1985	Tous les contrats négociés sur ce marché sont dormants. L'ACC n'est pas opérationnel actuellement
Cantor Financial Futures Exchange (CX)	11 octobre 1999	1998	Bons du Trésor américain
Chicago Board of Trade, Chicago (CBOT)	20 septembre 1991	1848	Céréales, bons du Trésor américain, produits de taux et indices de marchés
Mid America Commodity Exchange, Chicago (MIDAM)	20 septembre 1991	1868	Soja, blé et maïs
Chicago Mercantile Exchange, Chicago (CME)	20 septembre 1991	1919	Bétail, produits frais, indices de marché, produits de taux, devises
Kansas City Board of Trade, Kansas City (KCBT)	20 septembre 1991	1856	Blé, gaz naturel et indices de marchés
Minneapolis Grain Exchange, Minneapolis (MGE)	20 septembre 1991	1881	Céréales
New York Board of Trade (NYBOT)			
Coffee, Sugar and Cocoa Exchange Inc., New York (CSCE)	20 septembre 1991	1882	Sucre, café et cacao
New York Cotton Exchange, New York (NYCE)	20 septembre 1991	1870	Coton
New York Futures Exchange, New York (NYFE)	20 septembre 1991	1979	Devises et indices de marché
NYMEX-COMEX			
New York Mercantile Exchange, New York (NYMEX)	20 septembre 1991	1956	Produits d'énergie
Commodity Exchange Inc., New York (COMEX)	20 septembre 1991	1933	Métaux
Twin Cities Board of Trade, Minneapolis (TCBT)	20 septembre 1991	1991	Le TCBT n'est pas actuellement opérationnel. Le seul contrat autorisé a été celui du Cross rate, futur Livre britannique/Deutsche Mark, dont la négociation n'a jamais eu lieu
Philadelphia Board of Trade Inc., Philadelphia (PBOT)	20 septembre 1991	1986	Devises
U.S. Futures exchange L.L.C.	12 juillet 2004	2004	Produits du Trésor américain
ROYAUME-UNI			
International Petroleum Exchange (IPE)	20 janvier 2000	1980	Dérivés sur le marché de l'énergie et des hydrocarbures
UK Power Exchange (UKPX)	10 octobre 2001	2000	Dérivés sur le marché de l'électricité
PULPEX	10 octobre 2001	-	Dérivés sur la pâte à papier
SUISSE			
Bourse suisse	2 avril 1999	-	Valeurs mobilières et produits dérivés
Eurex Zurich AG	25 novembre 1999	1998	Produits dérivés
SINGAPOUR			
Singapore Exchange Derivatives Trading Ltd (SGX-DT)	11 avril 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.

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.

Filiale du CBOT, le MIDAM permettait la négociation des mêmes contrats mais sur de moindres quantités. Il a formellement cessé d'exister en janvier 2004. Son activité avait cessé dès avril 2003.

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 créé 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

Eurex est un marché de contrats à terme basé à Chicago et accessible depuis un certain nombre de points d'accès dans le monde. Il permet la négociation de produits du trésor américain mais devrait étendre prochainement son activité aux produits dérivés.
www.eurex.com

L'IPE est un marché de produits dérivés d'énergie.
www.theipe.com

Créé en mai 2000, l'UKPX est un marché portant sur la livraison d'électricité sur le réseau couvrant l'Angleterre et le Pays de Galles.
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.eurex.com

Le SGX-DT a été créé 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

Liste des marchés réglementés des pays membres de l'Espace économ

DÉNOMINATION DU MARCHÉ RÉGLEMENTÉ	ENTITÉ EN CHARGE DE LA GESTION	AUTORITÉ COMPÉTENTE POUR LA RECONNAISSANCE ET LA SURVEILLANCE DU MARCHÉ
ALLEMAGNE		
1. Börse Berlin-Bremen (Amtlicher Handel, Geregelter Markt)	1. Berliner Börse AG	Börsenaufsichtsbehörden der Länder (<i>Autorités de surveillance boursière des Länder</i>) & the Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BAFin)
2. Düsseldorfer Börse (Amtlicher Handel, Geregelter Markt)	2. Börse Düsseldorf AG	
3. Frankfurter Wertpapierbörse (Amtliche Markt, Geregelter Markt)	3-4. Deutsche Börse AG	
4. Eurex Deutschland		
5. Hanseatische Wertpapierbörse Hamburg (Amtlicher Markt, Geregelter Markt, Startup market)	5. BÖAG (Börsen AG)	
6. Niedersächsische Börse zu Hannover (Amtlicher Markt, Geregelter Markt)	6. BÖAG (Börsen AG)	
7. Börse München (Amtlicher Markt, Geregelter Markt)	7. Bayerische Börse AG	
8. Baden-Württembergische Wertpapierbörse (Amtlicher Markt, Geregelter Markt)	8. Börse-Stuttgart AG	
<p>Autorités publiques :</p> <p>1. Senatsverwaltung für Wirtschaft und Technologie, Berlin ;</p> <p>2. Finanzministerium des Landes Nordrhein- Westfalen, Düsseldorf ;</p> <p>3-4. Hessisches Ministerium für Wirtschaft, Verkehr und Landesentwicklung, Wiesbaden ;</p> <p>5. Freie und Hansestadt Hamburg, Wirtschaftsbehörde ;</p> <p>6. Niedersächsisches Ministerium für Wirtschaft, Technologie und Verkehr, Hanover ;</p> <p>7. Bayerisches Staatsministerium für Wirtschaft, Verkehr und Technologie, München ;</p> <p>8. Wirtschaftsministerium Baden-Württemberg, Stuttgart.</p>		
AUTRICHE		
1. Amtlicher Handel (official market)	Wiener Börse AG (1-3)	Finanzmarktaufsichtsbehörde (<i>Autorité des marchés financiers</i>)
2. Geregelter Freiverkehr (semiofficial market)		
3. Dritter Markt (third market)		
BELGIQUE		
1. Bourse de valeurs mobilières de Bruxelles (Euronext Brussels) :	1. Euronext Brussel SA	1. Ministre des Finances sur avis de la Commission bancaire, financière et des assurances (CBFA) ; Autorité de marché : CBFA
<ul style="list-style-type: none"> • le Premier marché (official market) • Le Second marché • le Nouveau marché • le marché « Trading Facility » • le Marché des Instruments dérivés d'Euronext Bruxelles 		
2. Le marché secondaire hors Bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie	2. Fonds des rentes	2. Législateur (Art. 144, §2 de la loi du 02/08/2002) ; Autorité de marché : Comité du fonds des rentes, pour compte de la CBFA.
CHYPRE		
Cyprus Stock Exchange	Cyprus Stock Exchange	Cyprus Securities & Exchange Authority (<i>Autorité chypriote des valeurs mobilières et de la Bourse</i>)
DANEMARK		
1. Københavns Fondsbørs	1-2. Copenhagen Stock Exchange Ltd.	Finanstilsynet (<i>Autorité danoise de supervision financière</i>)
• Equity market		
• Bond market		
• Derivatives market		



ique européen

DÉNOMINATION DU MARCHÉ RÉGLEMENTÉ ENTITÉ EN CHARGE DE LA GESTION AUTORITÉ COMPÉTENTE POUR LA RECONNAISSANCE ET LA SURVEILLANCE DU MARCHÉ



DANEMARK SUITE

- | | |
|---|--|
| <p>2. XtraMarket – Authorised marketplace for unlisted units of investment associations (UCITS) and Special Purposes Associations</p> <p>3. Dansk Autoriseret Markedsplads A/S (Danish Authorised Market Place Ltd. – DAMP) [authorised market place = regular trade in securities admitted for trading but not listed on stock exchange]</p> | <p>3. Danish Authorised Market Place Ltd. (DAMP)</p> |
|---|--|

ESPAGNE

- | | | |
|---|---|---|
| <p>1. Bolsas de Valores (all comprise first, second and new market segments) :</p> <p>1.1. Bolsa de Valores de Barcelona</p> <p>1.2. Bolsa de Valores de Bilbao</p> <p>1.3. Bolsa de Valores de Madrid</p> <p>1.4. Bolsa de Valores de Valencia</p> <p>2. Mercados oficiales de Productos Financieros Derivados</p> <p>2.1. MEFF Renta Fija</p> <p>2.2. MEFF Renta Variable</p> <p>3. Mercados FC&M de Futuros y Opciones sobre Cítricos [commodity derivatives not covered by section B annex ISD: related markets do not fall within ISD definition of « regulated market »]</p> <p>4. AIAF Mercado de Renta Fija</p> <p>5. Mercado de Deuda Pública en Anotaciones</p> | <p>1.1. Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Barcelona SA</p> <p>1.2. Soc. Rectora de la Bolsa de Valores de Bilbao SA</p> <p>1.3. Soc. Rectora de la Bolsa de Valores de Madrid SA</p> <p>1.4. Soc. Rectora de la Bolsa de Valores de Valencia SA</p> <p>2.1. Soc. Rectora de Productos Financieros Derivados de renta Fija SA</p> <p>2.2. Soc. Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Variable SA</p> <p>3. (FC&M) Soc. Rectora del Mercado de Futuros y Opciones sobre Cítricos SA</p> <p>4. AIAF Mercado de Renta Fija</p> | <p>Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV, (<i>Commission nationale du marché des valeurs</i>). La Banque d'Espagne Banco de España est compétente pour le marché de la dette publique.</p> |
|---|---|---|

ESTONIE

- | | | |
|---|-------------------------------|--|
| <p>1. Stock Exchange :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Main list • Investor List • List for debt • Instruments • List for Fund shares <p>2. Regulated Market. Free Market</p> | <p>Tallinn Stock Exchange</p> | <p>Estonian Financial Supervision Authority (<i>Autorité estonienne de supervision financière</i>)</p> |
|---|-------------------------------|--|

FINLANDE

- | | | |
|---|---|--|
| <p>1. Arvopaperipörssi (Stock Exchange) :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Päälista (Main List for equity & Debt Instruments) • I-, NM-, Pre- ja Meklarien lista (parallel Lists I-, NM-, Pre and Brokers' list for equity and debt instruments) <p>2. Optioyhteisö (Option Corporation), (Derivatives exchange and clearing house)</p> | <p>1-2. Helsingin Arvopaperi- ja johdannaispörssi, selvitysyhtiön Oy (<i>Helsinki Securities and Derivatives Exchange, Clearing House Ltd.</i>)</p> | <p>Reconnaissance : ministère des Finances</p> <p>Supervision :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Approbation des règles : ministère des Finances ; • Supervision du respect des règles de conduite : Rahoitustarkastus (<i>Autorité finlandaise de supervision financière</i>) |
|---|---|--|



2 LA COOPÉRATION INTERNATIONALE

DÉNOMINATION DU MARCHÉ RÉGLEMENTÉ ENTITÉ EN CHARGE DE LA GESTION AUTORITÉ COMPÉTENTE POUR LA RECONNAISSANCE ET LA SURVEILLANCE DU MARCHÉ



FRANCE		
1. Euronext by Euronext 2. MATIF 3. MONEP	1-3. Euronext Paris	Approbation par le ministre chargé de l'Économie sur proposition de l'Autorité des marchés financiers (AMF) (article L. 421-1 du code monétaire et financier).
GRÈCE		
1. Athens Stock Exchange (ASE)/ Thessaloniki Stock Exchange Centre (TSEC) • Main Market • Parallel Market • Parallel Market for Emerging Markets • New Market 2. Athens Derivatives Exchange (ADEX) 3. Electronic Secondary Securities Market (HDAT-Bond Market, under the competence and supervision of the Bank of Greece)	1-2. Athens Stock Exchange 3. Bank of Greece	Capital market Commission (<i>Commission du marché financier</i>)
HONGRIE		
1. Budapesti Értéktőzsde Rt. (<i>Budapest Stock Exchange</i>) • Részvényszekció (<i>Equities section</i>) • Hitelpapír Szekció (<i>Debt Securities Section</i>) • Származékos Szekció (<i>Derivatives Section</i>) 2. Budapesti Árutőzsde Rt. (<i>Budapest Commodity Exchange</i>) • Pénzügyi Szekció (<i>Financial Section</i>) • Gabonaszekció (<i>Grain Section</i>) • Húszekció (<i>Livestock Section</i>)	1. Budapesti Értéktőzsde Rt. 2. Budapesti Árutőzsde Rt.	Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete (<i>Hungarian Financial Supervisory Authority (HFSA) – Autorité hongroise de supervision financière</i>) Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete (<i>Autorité hongroise de supervision financière</i>)
IRLANDE		
Irish Stock Exchange comprising : • Official List • Exploration Securities Market • Developing Companies Market • ITEQ	Irish Stock Exchange Ltd.	L'autorité irlandaise de régulation des services financiers (<i>Irish Financial Services Regulatory Authority</i>) agrée les marchés réglementés et (à l'exception des conditions de cotations) approuve ou s'oppose aux règles régissant les différents segments des marchés réglementés et préparés par le ISE.
ITALIE		
1. Stock Exchange, divided into the following segments : • Electronic share market (MTA) • Electronic market for securities derivatives (SeDeX) • After-Hours Market (TAH) • Electronic bond and government securities market (MOT) • Electronic market for Eurobonds, foreign bonds and asset-backed securities (EuroMOT) 2. Mercato Expandi (second market) 3. Derivatives market (IDEM)	1-4. Borsa Italiana SpA	Pour les marchés des investisseurs institutionnels des valeurs mobilières d'État (<i>Wholesale</i>), l'entité gérant ces transactions est agréée par le Trésor après consultation de la CONSOB et de la Banque d'Italie.



DÉNOMINATION DU MARCHÉ RÉGLEMENTÉ ENTITÉ EN CHARGE DE LA GESTION AUTORITÉ COMPÉTENTE POUR LA RECONNAISSANCE ET LA SURVEILLANCE DU MARCHÉ

ITALIE SUITE

4. Nuovo Mercato (New Market-NM)		
5. Wholesale Market for Government Securities (MTS)	5-6. Per il Mercato dei Titoli di Stato – MTS SpA.	
6. Wholesale Market for Corporate and International Organisations Bonds		
7. TLX		

LETONNIE

Riga Stock Exchange	JSC Rigas Fondu Birza	Financial and Capital Market Commission (<i>Commission financière et du marché de capitaux</i>)
---------------------	-----------------------	---

LITUANIE

1. Official List	National Stock Exchange of Lithuania	Lithuanian Securities Commission (<i>Commission des valeurs mobilières lituanienne</i>)
2. Current List		

LUXEMBOURG

Bourse de Luxembourg : Official List	Société de la Bourse de Luxembourg SA	Commission de surveillance du Secteur financier
--------------------------------------	---------------------------------------	---

MALTE

Malta Stock Exchange	Malta Stock Exchange	Reconnaissance par le ministère des Finances sur proposition de la Malta Financial services authority (<i>Autorité maltaise des services financiers</i>)
----------------------	----------------------	--

PAYS-BAS

1. Euronext Amsterdam Cash Market : • Official market • Domestic market for unlisted securities • Euro NM Amsterdam	Euronext NV and Euronext Amsterdam NV	Reconnaissance par le ministère des Finances après avis de l'Autorité néerlandaise de supervision des marchés financiers
2. Euronext Amsterdam derivatives Market		

POLOGNE

1. Main Market	1-2. Warsaw Stock Exchange	Polish Securities and Exchange Commission (<i>Commission polonaise des valeurs mobilières et du marché financier</i>)
2. Parallel Market		
3. Regulated Off-exchange market	3. Central Table of Offers	

PORTUGAL

1. Mercado de Cotações Oficiais (Official Quotation Market)	1-4. Euronext Lisboa – Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados SA	Le ministère des Finances agréé les marchés sur proposition de la Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (<i>Commission du marché des valeurs mobilières</i>) qui en assure par la suite la régulation et la supervision.
2. Segundo Mercado (Second Market)		
3. Novo Mercado (New Market)		
4. Mercado de Futuros e Opções (Futures and Options Market)		
5. MEDIP – Mercado Especial de Dívida Pública (Special Market for Public Debt)	5. MTS Portugal – Sociedade Gestora Mercado Especial Dívida Pública SA	

RÉPUBLIQUE SLOVAQUE

1. Market of Listed Securities • Main Listed market • Parallel Listed Market • New Listed Market	Bratislava Stock Exchange	Financial Market Authority (<i>Autorité du marché financier</i>)
2. Regulated Free Market		



LA COOPÉRATION INTERNATIONALE

DÉNOMINATION DU MARCHÉ RÉGLEMENTÉ ENTITÉ EN CHARGE DE LA GESTION AUTORITÉ COMPÉTENTE POUR LA RECONNAISSANCE ET LA SURVEILLANCE DU MARCHÉ

▶		
RÉPUBLIQUE TCHÈQUE		
1. Main Market 2. Secondary Market 3. New Market 4. Free Market 5. RM System Official Market	1- 4. Prague Stock Exchange 5. RM System organizer of Regulated Market	La <i>Czech Securities Commission</i> agréée les organisateurs de marchés réglementés. Les organisateurs supervisent et évaluent les transactions sur le marché qu'ils organisent.
SUÈDE		
1. Stockholmsbörsen 2. Nordic Growth Market 3. Aktietorget	1. Stockholmsbörsen Aktiebolag 2. Nordic Growth Market NGM – Aktiebolag 3. Aktietorget Aktiebolag	Finansinspektionen (<i>Financial Supervisory Authority</i>)
ROYAUME-UNI		
1. Domestic Market 2. Gilt Edged and Fixed Interest Market 3. International Retail Service 4. International Order Book 5. International Bulletin Board 6. Dutch Trading Service 7. Virt-x 8. EDX	1-6. London Stock Exchange Ltd. 7. Virt-x Exchange Ltd. 8. EDX London Ltd.	Les entités en charge de la gestion des marchés réglementés sont agréées en tant que marchés réglementés au sens de la section 285 de la loi sur les services financiers de 2000 (<i>FSA Act 2000</i>) et sont régulés par la FSA britannique.
SLOVÉNIE		
1. Stock Exchange 2. Free Market	Ljubljana Stock Exchange	Securities Markets Agency
ISLANDE		
1. Verðbréfaþing Íslands hf. (Kauphöll Íslands, official market) 2. Tilboðsmarkaður VPÍ (Regulated OTC Market, not official listing)	1. Kauphöll Íslands 2. Kauphöll Íslands	Fjármála-eftirlitið (<i>Financial Supervisory Authority, Autorité de supervision financière</i>)
NORVÈGE		
Oslo Stock Exchange • Equity Market • Derivatives Market • Bonds Market	Oslo Børs ASA	Kredittilsynet (<i>The Banking, Insurance and Securities Commission of Norway, Commission bancaire des assurances et des valeurs mobilières de Norvège</i>)

Source : Présentation annotée des marchés réglementés et dispositions nationales mettant en œuvre les exigences de la DSI (directive 93/22/CEE du Conseil) (2004/C 72/03) JOUE 23.3.2004.



▣ Liste des accords et conventions signés par l'AMF avec ses homologues

COMMISSIONS SIGNATAIRES	DATE SIGNATURE
COB – Securities and Exchange Commission des États-Unis	14 décembre 1989
COB – Commodity Futures Trading Commission des États-Unis	6 juin 1990
COB – Commission des valeurs mobilières du Québec	31 janvier 1992
COB – Ontario Securities Commission	31 janvier 1992
COB – British Columbia Securities Commission	6 octobre 1992
COB – Comisión Nacional de Valores du Mexique	23 octobre 1992
COB – Comisión Nacional de Valores d'Argentine	24 mai 1993
COB – Commission bancaire et financière de Belgique	26 juillet 1993
COB – Comisión Nacional del Mercado de Valores d'Espagne	27 septembre 1993
COB – Commissione Nazionale per le Società e la Borsa d'Italie	27 janvier 1994
COB – Securities and Futures Commission de Hong Kong	14 juin 1994
COB – Australian Securities Commission	14 mars 1995
COB – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários du Portugal	19 avril 1996
COB – Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel d'Allemagne	10 septembre 1996
COB – Conseil du marché financier de Tunisie	4 juillet 1997
COB – Comissão de Valores Mobiliários du Brésil	10 octobre 1997
COB – China Securities Regulatory Commission de la République populaire de Chine	4 mars 1998
COB – Conseil déontologique des valeurs mobilières du Maroc	9 avril 1998
COB – Superintendencia de Valores y Seguros du Chili	27 mai 1998
COB – Autorité de surveillance bancaire et financière de Hongrie	24 juin 1998
COB et ses homologues membres du FESCO, à savoir : le BAWe (Allemagne), l'ASA (Autriche), la CBF (Belgique), le Finanstilsynet (Danemark), la CNMV (Espagne), le Rahoitustarkastus (Finlande), la CMC (Grèce), 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), le Finansinspektionen (Suède)	26 janvier 1999
COB – Commission fédérale des banques suisse	26 mars 1999
COB – Komisja Papierow Wartosciwych i Gieldd de Pologne	24 mai 1999
COB – Securities Commission de Malaisie	13 septembre 1999
COB – Conseil régional de l'épargne publique et des marchés financiers	4 octobre 1999
COB – Monetary Authority of Singapore	23 novembre 1999
COB – Komise Pro Cenné Papiry de République tchèque	7 décembre 1999
COB – Capital Markets Board de Turquie	18 mai 2000
COB – Lithuanian Securities Commission	9 octobre 2000
COB – Financial Services Board d'Afrique du Sud	19 octobre 2000
COB – Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse d'Algérie	25 janvier 2001
COB – Jersey Financial Services Commission	30 novembre 2001
COB – Commission de contrôle de la gestion de portefeuilles et activités boursières	8 mars 2002
COB – Financial Supervisory Commission de Corée du Sud	30 avril 2002
COB – Capital Market Authority d'Égypte	6 septembre 2002
COB – Guernsey Financial Services Commission	16 juin 2003

étrangers

TYPE D'ACCORD	DATE DE PUBLICATION AU BULLETIN MENSUEL DE LA COB	DATE DE PUBLICATION AU JO
Accord d'assistance mutuelle	BM n° 231 décembre 1989	-
Accord d'assistance mutuelle	BM n° 237 juin 1990	-
Accord de coopération et d'échange d'informations	BM n° 255 février 1992	-
Accord de coopération et d'échange d'informations	BM n° 255 février 1992	-
Accord de coopération et d'échange d'informations	BM n° 262 octobre 1992	-
Accord de coopération et d'assistance technique	BM n° 263 novembre 1992	-
Accord de coopération et d'assistance technique	BM n° 269 mai 1993	-
Accord administratif d'échange d'informations	BM n° 271 juillet-août 1993	-
Accord administratif d'échange d'informations	BM n° 272 septembre 1993	-
Accord administratif d'échange d'informations	BM n° 277 février 1994	-
Accord d'échange d'informations	BM n° 281 juin 1994	-
Accord administratif d'échange d'informations	BM n° 289 mars 1995	-
Accord administratif d'échange d'informations	BM n° 301 avril 1996	-
Convention portant accord d'échange d'informations	BM n° 305 août-septembre 1996	JO du 08/10/96
Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n°315 juillet-août 1997	JO du 29/07/97
Convention d'échange d'informations	BM n° 317 octobre 1997	JO du 22/11/97
Convention de coopération en matière de régulation des marchés d'instruments financiers	BM n° 322 mars 1998	JO du 22/04/98
Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 323 avril 1998	JO du 14/08/98
Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 324 mai 1998	JO du 14/08/98
Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 325 juin 1998	JO du 14/08/98
Convention multilatérale d'échange d'informations et de surveillance des activités financières	BM n° 333 mars 1999	JO du 16/04/99
Échange de lettres permettant l'organisation et la mise en œuvre d'une procédure d'assistance mutuelle	BM n° 334 avril 1999	JO du 17/04/99
Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 336 juin 1999	JO du 25/07/99
Convention d'échange d'informations	BM n° 338 septembre 1999	JO du 06/10/99
Convention de coopération et d'échange d'informations de l'Union monétaire Ouest africaine	BM n° 339 octobre 1999	JO du 14/11/99
Convention d'échange d'informations	BM n° 340 novembre 1999	JO du 31/12/99
Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 341 décembre 1999	JO du 11/01/00
Convention d'échange d'informations	BM n° 346 mai 2000	JO du 21/06/00
Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 350 octobre 2000	JO du 14/11/00
Convention d'échange d'informations	BM n° 350 octobre 2000	JO du 01/12/00
Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 353 janvier 2001	JO du 15/03/01
Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 363 décembre 2001	JO du 13/01/02
Convention de coopération et d'échange d'informations assimilées de la Principauté de Monaco	BM n° 366 mars 2002	JO du 08/09/02
Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 368 mai 2002	JO du 17/09/02
Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 371 septembre 2002	JO du 05/10/02
Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 380 juin 2003	JO du 25/07/03

3

ANNEXE

L'information des investisseurs

- 258 **A** Les visas accordés sur les opérations financières
- 260 **B** Les enregistrements et les dépôts
- 266 **C** L'information périodique
- 268 **D** L'information permanente

3 L'INFORMATION DES INVESTISSEURS

A Les visas accordés sur les opérations financières

TABLEAU 1

Visas par type d'opérations

	ANNÉES		VARIATION 2004/2003
	2003	2004	
I - VISAS SUR OPÉRATIONS FINANCIÈRES	546	503	- 43
Introductions sur un marché réglementé ⁽¹⁾	11	25	14
Premier marché ⁽²⁾	7	12	5
Second marché ⁽³⁾	4	12	8
Nouveau marché ⁽⁴⁾	0	1	1
Titres de capital	147	140	- 7
Constitutions de sociétés par appel public à l'épargne	0	0	0
Fusions, apports, scissions	1	2	1
Émissions et admissions sur un marché réglementé	32	37	5
- Premier marché	10	11	1
- Second marché	11	13	2
- Nouveau marché	11	13	2
Émissions par appel public à l'épargne	20	23	3
- dont inscriptions sur le Marché libre par émission	2	15	13
Cessions par appel public à l'épargne	13	4	- 9
- dont inscriptions sur le Marché libre par cession	13	4	- 9
Admissions de titres déjà émis	23	14	- 9
Opérations réservées aux salariés	44	44	0
- Émissions réservées	10	15	5
- Offres d'acquisition en bourse de titres déjà émis	34	29	- 5
Attributions gratuites de bons	14	16	2
Titres de créance donnant accès au capital	18	20	2
Émissions et admissions sur un marché réglementé	18	18	0
- Premier marché	12	10	- 2
- Second marché	3	4	1
- Nouveau marché	3	4	1
Émissions par appel public à l'épargne	0	2	2
Cessions par appel public à l'épargne	0	0	0
Admissions de titres déjà émis	0	0	0

¹ Les introductions par voie d'OPF figurent dans cette rubrique.

² Trackers exclus : 4 en 2004.

³ Transferts inclus.

⁴ Introduction finalement reportée.

3 L'INFORMATION DES INVESTISSEURS

TABLEAU 1 (SUITE)

Visas par type d'opérations : comparaison chiffrée sur 2 ans

	ANNÉES		VARIATION 2004/2003
	2003	2004	
TITRES DE CRÉANCE	291	239	- 52
Émissions et admissions	19	27	8
Émissions/cessions sans admission	0	0	0
Admissions de titres déjà émis	272	208	- 64
- dont obligations foncières	20	21	1
- dont bons d'option	185	95	- 90
Documents d'information programmes bons d'option	0	4	4
Offres publiques ⁽³⁾	79	79	0
OPA (offres publiques d'achat)	21	24	3
OPE (offres publiques d'échange)	8	3	- 5
OPA/OPE (offres publiques mixtes)	3	4	1
OP rachat (offres publiques de rachat)	8	5	- 3
OP retrait (offres publiques de retrait)/ OP ro (suivies d'un retrait obligatoire)	37	39	2
Offres de vente à prix ferme	0	0	0
Offres publiques d'achat sur titres de créance	1	2	1
Offres publiques d'échange sur titres de créance	1	2	1
II - AUTRES VISAS	602	513	- 89
Rachat de titres	359	357	- 2
Notes d'opération préliminaires	4	1	- 3
Autres visas spécifiques	57	26	- 31
- dont notes en réponse à offres publiques	4	2	- 2
Visas annulés	168	104	- 64
Autres services amf	14	25	11
TOTAL des visas délivrés sur l'année	1 148	1 016	- 132

Source : AMF

TABLEAU 2

Maintien du droit préférentiel de souscription, avertissements et notations

	ANNÉES		VARIATION 2004/2003
	2003	2004	
Maintien du droit préférentiel de souscription	27	24	- 3
Titres de capital	26	21	- 5
Titres de créance donnant accès au capital	1	3	2
Titres de créance	0	0	0
Avvertissements	271	261	- 10
Introductions de sociétés sur un marché réglementé	9	16	7
Titres de capital	162	117	- 45
Titres de créance donnant accès au capital	18	18	0
Titres de créance	67	96	29
Offres publiques	15	14	- 1
Notations	4	10	6
Titres de créance donnant accès au capital	1	0	- 1
Titres de créance	3	9	6
Offres publiques sur titres de créance	0	1	1
TOTAL	302	295	- 7

Source : AMF

³ Hors notes en réponse

B Les enregistrements et les dépôts

TABLEAU 3
Documents E, documents de base d'introduction, documents de référence et programmes d'émission

	ANNÉES		VARIATION
	2003	2004	2004/2003
Documents E	15	21	6
Fusions	7	13	6
Apports	7	8	1
Autres (conversion d'ADP)	1	0	- 1
Documents d'introduction	2	19	17
Document de base d'introduction	2	19	17
Documents de référence ⁽¹⁾	390	388	- 2
Sociétés cotées	373	370	- 3
Émetteurs de titres de créance	17	18	1
Programmes d'émission ⁽²⁾	22	27	5
Documents de base et présentation des émetteurs	22	27	5
TOTAL	429	455	26

Source : AMF

¹ Documents de référence en contrôle a posteriori inclus.

² EMTN et bons d'option.

TABLEAU 4

Documents de référence : liste des émetteurs

A NOVO	NM	25/03/04	BANQUE FÉDÉRALE DES BANQUES POPULAIRES	Obl.	19/05/04
ACCESS COMMERCE	NM	11/03/04	BANQUE FÉDÉRATIVE DU CRÉDIT MUTUEL	Obl.	04/10/04
ACCOR	PM	08/04/04	BARBARA BUI	NM	14/06/04
ACTEOS (ex.Datatronic)	NM	08/06/04	BASTIDE LE CONFORT MÉDICAL	SM	12/03/04
ACTIELEC	SM	20/07/04	BCI NAVIGATION	NM	10/02/04
ADL PARTNER	NM	01/06/04	BELVÉDÈRE	NM	26/08/04
AEDIAN (ex Sys-Com)	SM	02/11/04	BIC	PM	05/04/04
AFONE	SM	05/08/04	BNP PARIBAS	PM	16/03/04
AGENCE FRANÇAISE DE DÉVELOPPEMENT	Obl.	27/05/04	BOIRON	SM	22/04/04
AIR FRANCE	PM	22/12/04	BOLLORE	PM	24/05/04
ALCATEL	PM	01/04/04	BOLLORE INVESTISSEMENTS	PM	24/05/04
ALDETA	NM	02/02/04	BOURSE DIRECT	NM	09/09/04
ALDETA	NM	01/12/04	BOURSORAMA	NM	16/06/04
ALES GROUPE	SM	12/02/04	BOUYGUES	PM	31/03/04
ALGORIEL	NM	13/08/04	BRIOCHE PASQUIER	SM	19/04/04
ALPHA MOS	NM	29/12/04	BUFFALO GRILL	SM	06/10/04
ALSTOM	PM	17/06/04	BUFFALO GRILL	SM	06/12/04
ALTAMIR	NM	15/04/04	BULL	PM	28/05/04
ALTEDIA	SM	02/08/04	BUSINESS & DECISION	NM	24/03/04
ALTEN	SM	28/05/04	BUSINESS INTERACTIF	NM	28/09/04
ALTI	NM	25/02/04	BUSINESS OBJECTS	PM	28/04/04
ALTRAN	PM	07/06/04	BVRP	NM	31/03/04
APRIL GROUP	SM	10/05/04	CADES	Obl.	07/05/04
AREVA	PM	29/04/04	CAISSE DE REFINANCEMENT POUR L'HABITAT	Obl.	29/01/04
ARKOPHARMA	SM	12/05/04	CAP GEMINI	PM	23/03/04
ASF	PM	23/04/04	CARREFOUR	PM	19/04/04
ASSURANCES GÉNÉRALES DE FRANCE	PM	29/04/04	CARRERE GROUP	NM	23/06/04
ASSYSTEM BRIME (ex -BRIME TECHNOLOGIES)	SM	14/06/04	CASINO GUICHARD PERRACHON	PM	07/05/04
ATOS ORIGIN	PM	25/05/04	CAST	NM	24/05/04
AU FÉMININ.COM	NM	25/06/04	CCCIF	Obl.	26/02/04
AUBAY TECHNOLOGY	SM	11/05/04	CCCIF	Obl.	22/07/04
AUDIKA	SM	03/05/04	CDC FINANCE-CDC IXIS	Obl.	17/06/04
AUSY	SM	07/04/04	CDC IXIS CAPITAL MARKETS	Obl.	27/04/04
AUTOMATECH	NM	01/10/04	CEGEDIM	SM	27/04/04
AVENIR TELECOM	NM	05/02/04	CEGID	PM	26/05/04
AVENIR TELECOM	NM	02/12/04	CEPME	Obl.	22/06/04
AVENTIS	PM	08/03/04	CEREP	NM	04/06/04
AXA	PM	07/04/04	CESAR	SM	28/12/04
BACOU-DALLOZ	PM	07/05/04	CGBI	SM	08/09/04

CHABERT DUVAL	SM	02/06/04	DOLLFUS MIEG ET CIE-DMC	PM	19/05/04
CHEMUNEX	NM	21/09/04	DUC	SM	04/11/04
CIBOX INTER@CTIVE	SM	02/07/04	DURAN	NM	30/04/04
CIDER SANTÉ	SM	26/03/04	DYNACTION	PM	08/06/04
CIDER SANTÉ	SM	28/09/04	E.P.I.	SM	04/06/04
CIE DE FINANCEMENT FONCIER	Obl.	09/04/04	EADS	PM	01/04/04
CIE DE SAINT-GOBAIN	PM	19/04/04	ÉGIDE	NM	08/07/04
CIE DES ALPES	SM	24/02/04	EIFFAGE	PM	01/04/04
CIE GÉNÉRALE DE GÉOPHYSIQUE	PM	10/05/04	ELIOR	PM	04/02/04
CIE LEBON	PM	08/04/04	EMME	NM	30/11/04
CIMENTS FRANÇAIS	PM	23/03/04	ENTENIAL	PM	23/04/04
CLARINS	PM	04/05/04	ESI GROUP	NM	21/09/04
CLIENT CENTER ALLIANCE	NM	02/06/04	ESKER	NM	18/06/04
CLUB MÉDITERRANÉE	PM	10/02/04	ESR	SM	02/09/04
CNCEP	Obl.	19/05/04	ESSILOR	PM	20/04/04
CNP ASSURANCES	PM	27/04/04	ETAM DÉVELOPPEMENT	SM	03/05/04
COFACE	PM	06/04/04	EULER HERMES	PM	08/04/04
COFITEM COFIMUR	SM	14/04/04	EURAZEO	PM	19/04/04
COHERIS	NM	11/06/04	EUROFINS SCIENTIFIC	NM	27/07/04
COIL	NM	13/07/04	EURONEXT	PM	09/04/04
COMPLETEL EUROPE NV	PM	15/04/04	EUROPEAN CARGO SERVICES	NM	11/06/04
CONSODATA	NM	05/05/04	EUROSIC	SM	26/07/04
CRÉDIT AGRICOLE SA	PM	04/05/04	EVIALIS	SM	26/05/04
CRÉDIT COMMERCIAL DE FRANCE	Obl.	14/06/04	EXEL INDUSTRIES	SM	11/02/04
CRÉDIT DU NORD	Obl.	01/04/04	FAURECIA	PM	28/04/04
CRÉDIT FONCIER DE FRANCE	PM	16/07/04	FERMIÈRE DU CASINO MUNICIPAL DE CANNES	PM	28/04/04
CRÉDIT INDUSTRIEL ET COMMERCIAL	PM	30/04/04	FIMALAC	PM	20/04/04
CROSS SYSTEM	NM	30/09/04	FINAXA	PM	11/05/04
CYBER PRESS PUBLISHING	NM	16/07/04	FINUCHEM	SM	17/05/04
CYBERDECK	NM	30/07/04	FLOREANE MEDICAL IMPLANTS	NM	20/09/04
CYBERGUN	SM	15/04/04	FONCIA GROUPE	SM	14/04/04
DAB	NM	22/07/04	FONCIÈRE DES PIMONTS	PM	27/04/04
DALET	NM	19/01/04	FONCIÈRE DES RÉGIONS-GFR	SM	19/04/04
DALET	NM	28/09/04	FONCIÈRE LYONNAISE	PM	07/04/04
DANE ELEC MEMORY	SM	04/11/04	FRANCE TELECOM	PM	09/03/04
DASSAULT SYSTÈMES	PM	27/05/04	GALERIES LAFAYETTE	PM	30/04/04
DEVOTEAM	NM	18/05/04	GAMELOFT.COM	NM	04/05/04
DEXIA CRÉDIT LOCAL	Obl.	29/03/04	GAUMONT	PM	28/04/04
DMS	NM	02/06/04	GECINA	PM	13/05/04
			GEMPLUS	PM	30/08/04
			GÉNÉRALE DE SANTÉ	PM	11/06/04

TABLEAU 4 (suite)

Documents de référence : liste des émetteurs

GENERIX	NM	23/07/04	ILIAD	PM	10/05/04
GENESYS	NM	28/04/04	ILOG	N.M	05/10/04
GEODIS	SM	30/03/04	IMECOM GROUP	N.M	01/12/04
GFI INFORMATIQUE	PM	10/05/04	IMERYS	PM	09/04/04
GINGER	SM	04/06/04	IMV TECHNOLOGIES	SM	16/12/04
GL EVENTS (ex GÉNÉRALE LOCATION)	SM	25/05/04	INFOGRAMES ENTERTAINMENT	PM	26/07/04
GL TRADE	NM	11/05/04	INFOTEL	NM	24/05/04
GRANDE PAROISSE	PM	19/05/04	INFOVISTA	NM	30/09/04
GROUPE ARES	SM	16/09/04	INGENICO	PM	27/10/04
GROUPE BANQUES POPULAIRES	Obl.	04/05/04	INTER PARFUMS	SM	14/04/04
GROUPE BOURBON	SM	12/05/04	INTERCALL	NM	05/07/04
GROUPE CRIT	SM	07/06/04	INTERNATIONAL METAL SERVICE	SM	19/03/04
GROUPE DANONE	PM	12/03/04	IOLTECH	SM	02/08/04
GROUPE FLO	SM	06/07/04	IPSOS	PM	09/06/04
GROUPE GASCOGNE	PM	17/05/04	IT LINK	NM	29/07/04
GROUPE GO SPORT	SM	05/05/04	ITESOFT	NM	09/04/04
GROUPE NEURONES	NM	09/04/04	IXO	NM	29/01/04
GROUPE NORBERT DENTRESSANGLE	PM	27/09/04	JACQUET INDUSTRIES	SM	18/05/04
GROUPE OPEN	SM	28/05/04	JEAN-CLAUDE DECAUX	PM	16/04/04
GROUPE PARTOUCHE	PM	05/04/04	JET MULTIMEDIA	SM	17/03/04
GUERBET	SM	23/04/04	KAUFMAN & BROAD	PM	06/04/04
GUILLEMOT CORPORATION	NM	25/05/04	KEYRUS PROGIWARE	NM	11/06/04
GUY DEGRENNE	SM	07/09/04	KLEPIERRE	PM	09/03/04
GUYANOR	NM	15/01/04	LA TÊTE DANS LES NUAGES	NM	18/05/04
HAVAS	PM	30/04/04	LABORATOIRES DOLISOS	SM	29/07/04
HF COMPANY	NM	06/07/04	LACIE GROUP	NM	05/03/04
HI MEDIA	NM	17/03/04	LAFARGE	PM	26/03/04
HIGH-CO	NM	27/05/04	LAFUMA	SM	16/01/04
HIGHWAVE	NM	18/06/04	LAGARDÈRE	PM	07/04/04
HIGHWAVE	NM	19/11/04	L'AIR LIQUIDE	PM	03/05/04
HOLOGRAM INDUSTRIES	NM	24/08/04	LATÉCOÈRE	SM	27/04/04
HOTELS ET CASINO DE DEAUVILLE	PM	27/04/04	LAURENT PERRIER	SM	15/06/04
HUBWOO	NM	16/06/04	LE BELIER	SM	26/05/04
HYPARLO	SM	02/06/04	LE CARBONE LORRAINE	PM	22/03/04
IB GROUP	NM	03/08/04	LE PUBLIC SYSTEME	SM	28/06/04
ICOM INFORMATIQUE	SM	30/09/04	LÉON DE BRUXELLES	SM	27/05/04
IDI	SM	25/05/04	LEXIBOOK	NM	16/06/04
IEC PROFESSIONNEL MEDIA	SM	12/05/04	LINEDATA SERVICES	NM	19/05/04
IGE + XAO	NM	19/02/04	LISI	SM	09/04/04
			LOCINDUS	PM	13/05/04
			L'ORÉAL	PM	25/03/04

LVL MEDICAL GROUPE	SM	10/05/04	PENAUILLÉ POLYSERVICES	PM	02/02/04
LVMH	PM	10/05/04	PERFECT TECHNOLOGIES	NM	21/10/04
LYCOS EUROPE NV	NM	10/02/04	PERNOD RICARD	PM	29/04/04
LYCOS EUROPE NV	NM	12/10/04	PEUGEOT	PM	27/04/04
M6-MÉTROPOLE TÉLÉVISION	SM	14/04/04	PHARMAGEST	NM	15/06/04
MAISONS FRANCE COMFORT	SM	23/04/04	PHONE SYSTEMS NETWORK	NM	30/06/04
MAÎTRE FOURNIL	SM	16/01/04	PIERRE ET VACANCES	SM	27/02/04
MANUTAN INTERNATIONAL	SM	02/03/04	PINAULT PRINTEMPS REDOUTE	PM	16/03/04
MARIONNAUD PARFUMERIES	PM	19/07/04	PRISMAFLEX INTERNATIONAL	NM	29/09/04
MAUREL & PROM	PM	04/06/04	PROLOGUE SOFTWARE	NM	23/06/04
MEDCOST	NM	13/09/04	PROSODIE	NM	12/05/04
MEDIDEP	NM	23/06/04	PROVIMI	PM	18/05/04
MEMSCAP	NM	30/09/04	PUBLICIS GROUPE SA	PM	23/04/04
MERMET	SM	28/07/04	QUALIFLOW	NM	25/06/04
METROLOGIC GROUP	NM	16/03/04	QUANTEL	NM	18/06/04
MICHELIN CIE GÉNÉRALE DES ÉTABLISSEMENTS	PM	12/05/04	R2 I SANTÉ	NM	29/03/04
MICROPOLE-UNIVERS	NM	24/09/04	RALLYE	SM	19/05/04
MINES DE LA LUCETTE	PM	30/03/04	RCI BANQUE (ex RENAULT CRÉDIT INTERNATIONAL)	Obl.	30/06/04
MINES DE LA LUCETTE		27/10/04	RECIF	NM	10/06/04
MONDIAL PÊCHE	NM	29/09/04	REMY COINTREAU	PM	30/06/04
MR BRICOLAGE	SM	05/07/04	RENAULT	PM	11/03/04
NATEXIS BANQUES POPULAIRES	PM	02/04/04	RÉPONSE	NM	29/01/04
NATUREX	NM	02/07/04	RÉPONSE	NM	30/08/04
NEOPOST	PM	18/05/04	REVOX	NM	16/02/04
NET 2 S	NM	13/05/04	REXEL	PM	30/03/04
NETGEM	NM	09/07/04	RHODIA	PM	08/03/04
NETRA SYSTEMS	SM	21/06/04	RIBER	NM	10/02/04
NEXANS	PM	28/04/04	RIBER	NM	24/09/04
NICOX	NM	26/04/04	RISC GROUP	NM	02/02/04
NRJ GROUP	PM	10/03/04	RISC GROUP	NM	22/12/04
OBERTHUR	PM	15/06/04	RUBIS	SM	19/05/04
OENEO (ex SABATE DIOSOS)	SM	14/05/04	SAGEM	PM	06/04/04
OLITEC	NM	13/07/04	SAMSE	PM	01/07/04
OPTIMS	NM	01/06/04	SANOFI SYNTHELABO	PM	02/04/04
ORAPI	SM	24/06/04	SAVEURS DE FRANCE-BROSSARD	NM	12/05/04
ORCHESTRA-KAZIBAO	NM	18/08/04	SCHNEIDER ELECTRIC	PM	24/03/04
ORCO PROPERTY GROUP	SM	10/08/04	SCOR	PM	09/04/04
ORGASYNTH	NM	30/07/04	SEB	PM	07/04/04
OXIS INTERNATIONAL	NM	15/04/04	SÉCHÉ ENVIRONNEMENT	SM	22/04/04
OXYMETAL	SM	12/05/04	SII	SM	02/09/04
PCAS	SM	14/05/04			

3 L'INFORMATION DES INVESTISSEURS

TABLEAU 4 (suite)

Documents de référence : liste des émetteurs

SIIC PARIS (ex FINANCIÈRE IMMOBANQUE)	PM	30/04/04	THOMSON	PM	22/04/04
SIIC PARIS 8 ^e (ex BAIL SAINT-HONORÉ)	SM	19/04/04	TITUS INTERACTIVE	NM	19/01/04
SILIC	PM	19/03/04	TOTAL S.A.	PM	07/04/04
SILICOMP	NM	07/04/04	TOUX	SM	02/06/04
SIPAREX CROISSANCE	SM	23/03/04	TOUPARGEL AGRIGEL	SM	27/04/04
SKIS ROSSIGNOL	PM	19/07/04	TRACING SERVER	NM	02/03/04
SOCIÉTÉ DE LA TOUR EIFFEL	PM	24/03/04	TRANSGENE	NM	14/06/04
SOCIÉTÉ DE LA TOUR EIFFEL	PM	28/06/04	UBI SOFT	PM	28/09/04
SOCIÉTÉ DU LOUVRE-GROUPE DU LOUVRE	PM	10/05/04	UFF BANQUE	SM	28/04/04
SOCIÉTÉ GÉNÉRALE	PM	22/03/04	UNIBAIL HOLDING	PM	09/03/04
SODEXHO ALLIANCE	PM	25/11/04	UNILOG	PM	18/05/04
SODIFRANCE	SM	17/09/04	V.CON	NM	20/04/04
SODITECH INGENIERIE	NM	26/02/04	VALEO	PM	09/03/04
SOFT COMPUTING	NM	19/07/04	VALLOUREC	PM	27/05/04
SOGECLAIR	SM	19/04/04	VALTECH	NM	06/07/04
SOITEC	NM	25/06/04	VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIE	Obl.	08/10/04
SOLUCOM	NM	12/03/04	VEOLIA ENVIRONNEMENT	PM	21/04/04
SOLUCOM	NM	13/09/04	VILMORIN	SM	02/11/04
SOPRA GROUP	PM	14/06/04	VINCI	PM	31/03/04
SQLI	NM	02/07/04	VISIODENT	NM	29/06/04
SR TELEPERFORMANCE	PM	04/05/04	VIVARTE	PM	20/02/04
ST DUPONT	SM	07/07/04	VIVENDI UNIVERSAL	PM	14/04/04
ST MICROELECTRONICS	PM	10/06/04	VM MATERIAUX	SM	02/08/04
STACI	NM	11/05/04	VRANKEN MONOPOLE	SM	02/06/04
STERIA	PM	29/04/04	WANADOO	PM	09/03/04
SUEZ	PM	01/04/04	WAVECOM	NM	16/04/04
SWORD GROUP	NM	22/03/04	WENDEL INVESTISSEMENT	PM	17/05/04
SYLIS	SM	14/04/04	WESTERN TELECOM	NM	20/07/04
SYNELEC	NM	31/03/04	WORMS & CIE	PM	25/05/04
SYSTAR	NM	12/11/04	XILAM ANIMATION	SM	05/02/04
SYSTRAN	NM	06/05/04			
TAYNINH	PM	27/09/04			
TEAM PARTNERS GROUP	SM	16/11/04			
TEAMLOG	SM	06/08/04			
TECHNIP (ex TECHNIP-COFLEXIP)	PM	08/04/04			
TELECOM RESEAUX SERVICES	NM	20/12/04			
TF1	PM	25/03/04			
THALES	PM	11/05/04			
THERMADOR GROUPE	SM	13/02/04			

TOTAL 2004	388
Contrôles a priori	120
Contrôles a posteriori	268

Source : AMF

L'information périodique

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-après 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 2004, 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 2004.

TABLEAU 5

Publications comptables des sociétés par type de comptes, tous marchés confondus

Publications comptables obligatoires 2004	PUBLICATIONS AU BALO						
	À LA DATE LIMITE LÉGALE				RÉGULARISATIONS		Nombre de publications comptables non régularisées au 31/12/04
(Tous exercices confondus)	Nombre de publications prévues	Non effectuées	% d'absence	Effectuées	15 jours après la date limite	Au-delà de 15 jours	
Les quatre chiffres d'affaires	2 558	359	14 %	2 199	202	69	20
1 ^{er} trimestre	645	71	11 %	574	32	16	2
2 ^e trimestre	606	92	15 %	514	14	33	5
3 ^e trimestre	652	136	21 %	516	52	7	9
4 ^e trimestre	655	60	9 %	595	104	13	4
LES COMPTES SEMESTRIELS	620	103	17 %	517	11	26	17
LES COMPTES ANNUELS PROVISOIRES	647	194	30 %	453	45	70	9
LES COMPTES ANNUELS DÉFINITIFS	656	163	25 %	493	7	64	63
TOTAL	4 481	819	18 %	3 662	265	229	109

Source : AMF

TABLEAU 6

Assemblées générales : principales résolutions adoptées en 2004

NOMBRE D'AG CONCERNÉES

▶ PRINCIPALES RÉOLUTIONS ADOPTÉES	
Opérations	
- Rachat par la société de ses propres titres	450
- Émissions de titres (capital, créances, créances donnant accès au capital)	453
- Émissions réservées de titres (capital, créances donnant accès au capital)	370
- Attribution gratuite de titres (capital)	6
- Apports et fusions	55
- Autorisation d'émissions en période d'offre publique	119
Capital et droit de vote	
- Seuils statutaires en capital	5
- Seuils statutaires en droit de vote	6
- Droit de vote double	8
- Limitation à l'exercice du droit de vote	0
- Modification du nominal	26
- Réduction du capital	232 ⁽¹⁾
- Plan d'options	134
- Titres 100 % nominatifs	0
Dividende	
- Paiement du dividende en actions	12
- Dividende majoré	3
Autres résolutions	
- Poursuite de l'activité	21
- Changement des commissaires aux comptes	158
- Modification de l'objet social	19
- Modification des dates d'exercice social	6
- Changement de dénomination sociale	18
- Transfert du siège social	42

Source : AMF

¹ Notamment dans le cadre des programmes de rachat de titres.

Note :
AG : Assemblée générale.

D L'information permanente

TABLEAU 7

Communiqués des sociétés par voie de presse : comparaison chiffrée sur 2 ans

	NOMBRE DE COMMUNIQUÉS		
	2003	2004	VARIATION 2004/2003
MARCHÉ			
Informations comptables	1 720	1 082	- 638
Premier marché	624	354	- 270
Second marché	722	535	- 187
Nouveau marché	374	193	- 181
Autres informations	732	683	- 49
Premier marché	369	329	- 40
Second marché	239	255	16
Nouveau marché	124	99	- 25
TOTAL communiqués	2 452	1 765	- 687
TYPES DE COMPTES			
Chiffres d'affaires	522	588	66
Comptes semestriels	324	244	- 80
Comptes annuels provisoires	235	244	9
Comptes annuels définitifs	5	6	1

Source : AMF

4

ANNEXE

La gestion de l'épargne

270	A Les sociétés de gestion
282	B Les OPCVM
287	C Les fonds communs de créances
290	D Les sociétés civiles de placement immobilier
292	E Les sociétés pour le financement du cinéma et de l'audiovisuel
293	F Les sociétés pour le financement de la pêche artisanale
294	G Les infrastructures de marché

4 LA GESTION DE L'ÉPARGNE

A Les sociétés de gestion

TABLEAU 1
Situation des sociétés de gestion de portefeuille (SGP) agréées au 31 décembre de chaque année

	2000	2001	2002	2003	2004
AGRÉMENTS GÉNÉRAUX					
Délivrés	25	15	4	13	27
Retirés	27	14	9	24	13
Non-déclaration d'activité	0	0	0	0	0
AGRÉMENTS LIMITÉS					
Délivrés	33	41	29	17	41
Retirés	9	4	5	11	8
Non-déclaration d'activité	0	0	0	0	0
TOTAL					
Délivrés	58	56	33	30	68
Retirés	36	18	14	35	21
Non-déclaration d'activité	0	0	0	0	0
Nombre de SGP (en activité)	375	413	432	427	474
Actifs gérés (en milliards d'euros)	1 266,6	1 366,1	1 400,1	1 567,9	N.D. ⁽¹⁾

Source : AMF

¹ Chiffres non disponibles
au 19 avril 2005.

TABLEAU 2

Liste des sociétés de gestion de portefeuille agréées en 2004

NOM DE LA SOCIÉTÉ DE GESTION DE PORTEFEUILLE	N° D'AGRÈMENT	DATE D'AGRÈMENT
FINACTIVE SAS	GP 04 001	30/01/04
CIC OUEST GESTION	GP 04 002	04/02/04
CAIXA GESTION	GP 04 003	16/03/04
ALTERNATIVE LEADERS FRANCE	GP 04 004	16/03/04
AGRICA ÉPARGNE	GP 04 005	16/03/04
FEDERAL FINANCE GESTION	GP 04 006	22/03/04
L2S CAPITAL	GP 04 007	16/04/04
ATLAS GESTION	GP 04 008	15/04/04
BOOMERANG ASSET MANAGEMENT	GP 04 009	15/04/04
CDC ENTREPRISES VALEURS MOYENNES	GP 04 010	15/04/04
CHEQUERS PARTENAIRES	GP 04 011	15/04/04
CORTAL CONSORS FUND MANAGEMENT	GP 04 012	15/04/04
ECUREUIL GESTION	GP 04 013	15/04/04
ECUREUIL GESTION FCP	GP 04 014	15/04/04
EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT	GP 04 015	15/04/04
FGA GESTION	GP 04 016	15/04/04
FINADVANCE	GP 04 017	15/04/04
GESTION VALOR	GP 04 018	15/04/04
INNOVEN PARTENAIRES	GP 04 019	15/04/04
INVEST ASIA	GP 04 020	15/04/04
JOUSSE MORILLON INVESTISSEMENT	GP 04 021	15/04/04
JP MORGAN STRUCTURED FUND MANAGEMENT	GP 04 022	15/04/04
LILLE GESTION SA	GP 04 023	15/04/04
LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	GP 04 024	15/04/04
MEESCHAERT ASSET MANAGEMENT	GP 04 025	15/04/04
OBC GESTION	GP 04 026	15/04/04
OFIVALMO PALMARES	GP 04 027	15/04/04
RFS GESTION	GP 04 028	15/04/04
RHÔNE-LOIRE + X GESTION	GP 04 029	15/04/04
SINOPIA SOCIÉTÉ DE GESTION	GP 04 030	15/04/04
UI GESTION SA	GP 04 031	15/04/04
NORD EUROPE PRIVATE EQUITY	GP 04 032	27/04/04
NATEXIS PRIVATE EQUITY INTERNATIONAL MANAGEMENT	GP 04000033	25/05/04
PECHEL INDUSTRIES PARTENAIRES	GP 04000034	27/05/04

PROGRAMME D'ACTIVITÉ APPROUVÉ

AUTRES PROGRAMMES APPROUVÉS EX-SGO

Capital investissement (investisseurs qualifiés)

Valeurs mobilières + monép en couverture seulement + swaps de taux	Réception et transmission d'ordres	
Valeurs mobilières + marchés dérivés	Épargne salariale + gestion sous mandat	Ex-SGO
Sélection d'OPCVM + gestion alternative indirecte + couverture du risque de change		
Épargne salariale		
Valeurs mobilières + marchés dérivés	Gestion sous mandat	Ex-SGO
FCIMT (OPCVM seulement)		
Valeurs mobilières + marchés dérivés (OPCVM seulement)		Ex-SGO
Valeurs mobilières + marchés dérivés en couverture seulement (OPC existant seulement)		Ex-SGO
OPCVM de 3 sociétés du groupe CDC seulement		Ex-SGO
FCPR		Ex-SGO
Valeurs mobilières + marchés dérivés (OPCVM seulement)		Ex-SGO
Valeurs mobilières + marchés dérivés (OPCVM seulement)		Ex-SGO
Valeurs mobilières + marchés dérivés (OPCVM seulement)		Ex-SGO
Valeurs mobilières + marchés dérivés + FCPR	Gestion sous mandat	Ex-SGO
Valeurs mobilières + marchés dérivés (OPCVM seulement)		Ex-SGO
FCPR		Ex-SGO
valeurs mobilières (OPCVM seulement)		Ex-SGO
FCPR		Ex-SGO
Valeurs mobilières + couverture du risque de change seulement (OPCVM seulement)		Ex-SGO
Valeurs mobilières + marchés dérivés (OPCVM seulement)		Ex-SGO
Valeurs mobilières + marchés dérivés (OPCVM seulement)		Ex-SGO
FCP du groupe CDC seulement		Ex-SGO
Valeurs mobilières + marchés dérivés (OPCVM seulement)		Ex-SGO
Valeurs mobilières + marchés dérivés	Gestion sous mandat	Ex-SGO
Valeurs mobilières + marchés dérivés (OPCVM seulement)		Ex-SGO
Valeurs mobilières + marchés dérivés	Gestion sous mandat	Ex-SGO
Valeurs mobilières + marchés dérivés	Gestion sous mandat	Ex-SGO
FCPR		Ex-SGO
valeurs mobilières + marchés dérivés	Gestion sous mandat	Ex-SGO
FCPR		Ex-SGO
Capital investissement		
FCPR allégés + 2 mandats de société		
FCPR allégés + 1 mandat de société		

TABLEAU 2 (suite)

Liste des sociétés de gestion de portefeuille agréées en 2004

NOM DE LA SOCIÉTÉ DE GESTION DE PORTEFEUILLE	N° D'AGRÈMENT	DATE D'AGRÈMENT
LC CAPITAL	GP 04000035	09/06/04
CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT (CAAM)	GP 04000036	01/07/04
QUANTAM	GP 04000037	17/06/04
AMIRAL GESTION	GP 04000038	05/07/04
XANGE PRIVATE EQUITY	GP 04000039	13/07/04
NEUFLIZE ARBITRAGE	GP 04000040	16/07/04
SIGMA GESTION	GP 04000041	23/07/04
VP FINANCE GESTION	GP 04000042	20/07/04
EDELWEISS GESTION	GP 04000043	30/07/04
MONTSÉGUR FINANCE	GP 04000044	29/07/04
VEGA MULTIMANAGER	GP 04000045	30/07/04
ADDAX ASSET MANAGEMENT	GP 04000046	03/08/04
REYL & Cie (France) SAS	GP 04000047	10/08/04
HAREWOOD ASSET MANAGEMENT	GP 04000048	11/08/04
ROCHE-BRUNE	GP 04000049	26/08/04
HF ALTERNATIVE INVESTMENTS	GP 04000050	20/09/04
CEREA GESTION	GP 04000051	05/10/04
ACOFI CAPITAL MANAGEMENT	GP 04000052	23/09/04
PARIS LYON GESTION	GP 04000053	21/09/04
BPSD GESTION	GP 04000054	05/10/04
SODERO GESTION	GP 04000055	05/10/04
SOCIÉTÉ DE GESTION DES FONDS D'INVESTISSEMENT DE BRETAGNE	GP 04000056	20/10/04
CIC LBO PARTNERS	GP 04000058	15/11/04
ALCIS GESTION	GP 04000059	28/10/04
ROTHSCHILD GESTION	GP 04000060	02/11/04
THIRIET GESTION	GP 04000061	04/11/04
VERMEER ASSET MANAGEMENT	GP 04000062	09/11/04
LA FRANÇAISE DES PLACEMENTS INVESTISSEMENTS	GP 04000063	10/11/04
JOHN LOCKE INVESTMENTS	GP 04000064	25/11/04
ATALANTE	GP 04000065	29/11/04
FINCAPITAL	GP 04000066	30/11/04
ABC ARBITRAGE ASSET MANAGEMENT	GP 04000067	28/12/04
LAZARD FRÈRES GESTION	GP 04000068	28/12/04
YVES LEVEN CAPITAL	GP 04000069	30/12/04

PROGRAMME D'ACTIVITÉ APPROUVÉ

AUTRES PROGRAMMES APPROUVÉS EX-SGO

Capital investissement		
Valeurs mobilières + marchés dérivés + dérivés de crédit + épargne salariale		
FCIMT		
Valeurs mobilières (OPCVM seulement)		Ex-SGO
FCPR/FCPI + 1 mandat de société		
Valeurs mobilières + marchés dérivés		
Capital investissement		
Valeurs mobilières + marchés dérivés	Gestion alternative indirecte + gestion sous mandat	Ex-SGO
Valeurs mobilières		
Valeurs mobilières + marchés dérivés en couverture seulement		
Valeurs mobilières + marchés dérivés	Gestion sous mandat	Ex-SGO
Gestion alternative indirecte + gestion monétaire + marchés dérivés en couverture seulement		
Valeurs mobilières + marchés dérivés en couverture seulement (mandats seulement)	Réception et transmission d'ordres	
Valeurs mobilières + marchés dérivés	ARIA et ARIEL	
Valeurs mobilières + couverture du risque de change seulement (OPCVM seulement)		
Gestion alternative indirecte + gestion monétaire + marchés dérivés en couverture seulement		
FCPR allégés		
FCPR allégés		
Valeurs mobilières + marchés dérivés (OPCVM seulement)		Ex-SGO
Valeurs mobilières + marchés dérivés	Gestion sous mandat	Ex-SGO
Capital investissement		
Capital investissement		
Capital investissement		
Valeurs mobilières + marchés dérivés en couverture seulement		
Valeurs mobilières + marchés dérivés + FCPR + dérivés de crédit	Gestion alternative indirecte + gestion sous mandat	Ex-SGO
Valeurs mobilières + marchés dérivés		
Valeurs mobilières (OPCVM seulement)		
Valeurs mobilières + marchés dérivés + épargne salariale + gestion alternative indirecte		
FCIMT		
FCPR allégés		
1 OPC de droit étranger		
Valeurs mobilières + marchés dérivés (mandats seulement)		
Valeurs mobilières + marchés dérivés	Gestion sous mandat	Ex-SGO
Valeurs mobilières + marchés dérivés en couverture seulement (mandats seulement)	Gestion alternative indirecte + réception et transmission d'ordres	

Source : AMF

TABLEAU 3

Sociétés de gestion de portefeuille : les agréments modifiés en 2004

NOM DE LA SOCIÉTÉ DE GESTION DE PORTEFEUILLE	N° D'AGRÈMENT	AGRÈMENT ANTÉRIEUR
ADI-ALTERNATIVE INVESTMENTS	GP 98 022	Valeurs mobilières + marchés dérivés + dérivés de crédit
AFORGE GESTION	GP 00 047	Valeurs mobilières + marchés dérivés en couverture du risque de change seulement
AGF ALTERNATIVE ASSET MANAGEMENT	GP 97 027	Sélection d'OPC + couverture du risque de change
ALTERAM	GP 01 045	Valeurs mobilières + marchés dérivés
ALTIGEFI	GP 01 007	Sélection d'OPCVM + marchés dérivés en couverture seulement
ASSET ALLOCATION ADVISORS	GP 99 027	Sélection d'OPCVM + gestion alternative indirecte pour 1 OPCVM + marchés dérivés en couverture du risque de change seulement
AXA INVESTMENT MANAGERS PARIS	GP 92 008	Valeurs mobilières + marchés dérivés + dérivés de crédit + épargne salariale + FCPR
BARCLAYS ASSET MANAGEMENT FRANCE-BAMF	GP 94 003	Valeurs mobilières + marchés dérivés + gestion alternative directe
BAREP ASSET MANAGEMENT	GP 97 025	Valeurs mobilières + marchés dérivés + dérivés de crédit
BFT GESTION	GP 98 026	Valeurs mobilières + marchés dérivés
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	GP 96 002	Valeurs mobilières + marchés dérivés + dérivés de crédit
CARDIF ASSET MANAGEMENT	GP 97 115	Valeurs mobilières + marchés dérivés
CCR CHEVRILLON PHILIPPE	GP 97 099	Valeurs mobilières + marchés dérivés
CCR GESTION	GP 97 030	Valeurs mobilières + marchés dérivés
CPR ASSET MANAGEMENT	GP 01 056	Valeurs mobilières + marchés dérivés + dérivés de crédit + ARIA + ARIEL
CRAIGSTON FINANCE	GP 02 020	Valeurs mobilières (mandats seulement)
CRÉDIT AGRICOLE ALTERNATIVE INVESTMENT PRODUCTS GROUP SAS	GP 01 044	Valeurs mobilières + marchés dérivés + capital investissement
CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT (CAAM)	GP 0400036	Valeurs mobilières + marchés dérivés + dérivés de crédit + épargne salariale
CRÉDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT (FRANCE)	GP 99 017	Valeurs mobilières + marchés dérivés
CSH GESTION PRIVÉE	GP 98 016	Valeurs mobilières + marchés dérivés
CYRIL FINANCE ASSET MANAGEMENT	GP 00 016	Valeurs mobilières + marchés dérivés
DELUBAC ASSET MANAGEMENT	GP 00 009	Sélection d'OPCVM
DEXIA ASSET MANAGEMENT (FRANCE)	GP 03 007	Valeurs mobilières + marchés dérivés + dérivés de crédit + gestion alternative directe
DWS INVESTMENTS	GP 97 060	Valeurs mobilières + marchés dérivés
ECOFI INVESTISSEMENTS	GP 97 004	Valeurs mobilières + marchés dérivés
ECUREUIL GESTION FCP	GP 04 014	Valeurs mobilières + marchés dérivés (OPCVM seulement)
EIM (FRANCE) SA	GP 02 022	Sélection d'OPCVM français ou coordonnés + gestion alternative indirecte + couverture du risque de change
ELAIA PARTNERS	GP 03 003	FCPR allégés
EQUALT ALTERNATIVE ASSET MANAGEMENT	GP 00 012	Valeurs mobilières + marchés dérivés
EQUITIS	GP 02 023	Capital investissement (investisseurs qualifiés)
ÉTOILE GESTION	GP 97 002	Valeurs mobilières + marchés dérivés
EXANE STRUCTURED ASSET MANAGEMENT	GP 01 015	Valeurs mobilières + marchés dérivés

NOUVEAU(X) PROGRAMME(S) D'ACTIVITÉ	DATE D'EFFET
Gestion alternative indirecte ARIAEL	25/05/04 30/11/04
Gestion alternative indirecte	25/05/04
Gestion alternative indirecte (non limitée)	27/04/04
Gestion alternative indirecte Délégation activité « middle office »	25/05/04 17/09/04
Épargne salariale	21/09/04
Gestion alternative indirecte	25/05/04
Gestion alternative indirecte	25/05/04
Épargne salariale Délégation activité « middle office »	25/05/04 14/12/04
Gestion alternative indirecte	23/12/04
Gestion alternative indirecte	27/04/04
Gestion alternative indirecte	20/07/04
Dérivés de crédit en couverture seulement	16/03/04
Gestion alternative indirecte	25/05/04
OPCVM Couverture du risque de change	22/06/04 22/06/04
Gestion alternative indirecte	25/05/04
Gestion alternative indirecte	05/10/04
Gestion alternative indirecte	25/05/04
Gestion alternative indirecte	25/05/04
Gestion alternative indirecte	25/05/04
Valeurs mobilières	09/01/04
Gestion alternative indirecte	25/05/04
Épargne salariale Dérivés de crédit	15/04/04 06/07/04
Gestion alternative indirecte	25/05/04
Mandats	30/11/04
OPCVM contractuels	30/11/04
Capital investissement	20/07/04
Gestion alternative indirecte	25/05/04
Capital investissement et fonds d'investissement de proximité	21/09/04
Dérivés de crédit	23/07/04
Gestion alternative indirecte	25/05/04

TABLEAU 3 (suite)

Sociétés de gestion de portefeuille : les agréments modifiés en 2004

NOM DE LA SOCIÉTÉ DE GESTION DE PORTEFEUILLE	N° D'AGRÈMENT	AGRÈMENT ANTÉRIEUR
FINALTIS	GP 03 025	Gestion alternative indirecte + marchés dérivés en couverture seulement
FINANCIÈRE VAN EYCK	GP 99 032	Valeurs mobilières + marchés dérivés
FORTIS INVESTMENT MANAGEMENT FRANCE	GP 98 045	Valeurs mobilières + marchés dérivés
GENERALI FINANCES	GP 97 126	Valeurs mobilières + marchés dérivés
GESTION PRIVÉE INDOSUEZ	GP 98 025	Valeurs mobilières + marchés dérivés
GT FINANCE	GP 00 031	Valeurs mobilières + marchés dérivés
HDF FINANCE SA	GP 90 089	Valeurs mobilières + marchés dérivés
ICSO GESTION	GP 03 018	Capital investissement
INVESCO ASSET MANAGEMENT SA	GP 97 096	Valeurs mobilières + marchés dérivés
KMS GESTION SA	GP 99 033	Valeurs mobilières + marchés dérivés
LA FRANÇAISE DES PLACEMENTS GESTION PRIVÉE	GP 00 058	Valeurs mobilières + marchés dérivés
LA FRANÇAISE DES PLACEMENTS INVESTISSEMENTS	GP 00 035	Valeurs mobilières + marchés dérivés + épargne salariale
LYXOR ASSET MANAGEMENT	GP 98 019	Valeurs mobilières + marchés dérivés
LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	GP 04 024	Valeurs mobilières + marchés dérivés (OPCVM seulement)
MAAF GESTION SA	GP 97 042	Valeurs mobilières + marchés dérivés
MASSENA FINANCE GESTION	GP 90 053	Valeurs mobilières
MMA FINANCE	GP 97 127	Valeurs mobilières + marchés dérivés
MONTPENSIER FINANCE	GP 97 125	Valeurs mobilières + marchés dérivés
ODDO ASSET MANAGEMENT	GP 99 011	Valeurs mobilières + marchés dérivés + dérivés de crédit
OFIVALMO GESTION	GP 92 012	Valeurs mobilières + marchés dérivés + FCPR
OFIVALMO PALMARES	GP 04 027	Valeurs mobilières + marchés dérivés
OLYMPIA CAPITAL GESTION	GP 97 033	Valeurs mobilières + marchés dérivés
OLYMPIA CAPITAL MANAGEMENT	GP 97 011	Valeurs mobilières + marchés dérivés
OPPORTUNITÉ	GP 90 039	Valeurs mobilières + marchés dérivés
PERGAM FINANCE	GP 01 032	Valeurs mobilières
PLG CAPITAL	GP 97 124	Valeurs mobilières
RIVOLI FUND MANAGEMENT	GP 98 047	FCIMT valeurs mobilières + marchés dérivés
ROTHSCHILD ET CIE GESTION	GP 98 002	Valeurs mobilières + marchés dérivés + dérivés de crédit
SINOPIA ASSET MANAGEMENT	GP 97 142	Valeurs mobilières + marchés dérivés
SINOPIA SOCIÉTÉ DE GESTION	GP 04 030	Valeurs mobilières + marchés dérivés
SWAN CAPITAL MANAGEMENT	GP 90 001	Valeurs mobilières + marchés dérivés en couverture seulement
SYSTEIA CAPITAL MANAGEMENT	GP 01 024	Valeurs mobilières + marchés dérivés
UBS GLOBAL ASSET MANAGEMENT SA	GP 92 016	Valeurs mobilières + marchés dérivés
ULYSSE PATRIMOINE	GP 00 056	Valeurs mobilières
UNIGESTION ASSET MANAGEMENT (France) SA	GP 00 026	Valeurs mobilières + marchés dérivés

NOUVEAU(X) PROGRAMME(S) D'ACTIVITÉ	DATE D'EFFET
Marchés dérivés	23/12/04
mandats	23/12/04
Gestion alternative indirecte	25/05/04
Dérivés de crédit	27/04/04
Épargne salariale	21/09/04
Épargne salariale	06/07/04
Gestion alternative indirecte	25/05/04
Gestion alternative indirecte	25/05/04
Fonds d'investissement de proximité	17/08/04
Gestion alternative indirecte	25/05/04
Gestion alternative indirecte	25/05/04
Réception transmission d'ordres	23/12/04
Gestion alternative indirecte	25/05/04
Gestion alternative indirecte	25/05/04
ARIAEL	23/12/04
OPCVM contractuels	23/12/04
ARIAEL	23/12/04
OPCVM contractuels	23/12/04
Gestion alternative indirecte	22/06/04
Épargne salariale	30/11/04
Gestion alternative indirecte	22/06/04
Gestion alternative indirecte	25/05/04
réception transmission d'ordres	06/07/04
Gestion alternative indirecte	05/10/04
Dérivés de crédit	08/06/04
Gestion alternative indirecte	25/05/04
Réception transmission d'ordres	19/10/04
Gestion alternative indirecte	25/05/04
Réception transmission d'ordres	19/10/04
Gestion alternative indirecte	25/05/04
Gestion alternative indirecte	25/05/04
Marchés dérivés en couverture seulement	16/03/04
ARIAEL	15/04/04
Gestion alternative indirecte	15/04/04
Gestion alternative indirecte	25/05/04
Gestion alternative indirecte	25/05/04
ARIA + ARIAEL	08/06/04
OPCVM contractuels	23/12/04
Gestion alternative indirecte	25/05/04
OPCVM contractuels	23/12/04
ARIA + ARIAEL	08/06/04
Gestion alternative indirecte	25/05/04
Gestion alternative indirecte	25/05/04
Épargne salariale	17/02/04
Gestion alternative indirecte	25/05/04
Gestion alternative indirecte	25/05/04

4 LA GESTION DE L'ÉPARGNE

TABLEAU 4

Sociétés de gestion de portefeuille : les agréments retirés ou devenus caducs en 2004

NOM DE LA SOCIÉTÉ	N° D'AGRÈMENT	DATE D'AGRÈMENT	LIBELLÉ ACTUEL DE L'AGRÈMENT	CADUCITÉ ▲ RETRAIT ✘	DATE CADUC/ RETRAIT
ABF CAPITAL MANAGEMENT	GP 97 038	13/06/97	Général	▲	02/07/04
APOGE SA	GP 90 107	27/07/90	VM	▲	24/09/04
AXA ASSET MANAGEMENT PRIVATE EQUITY	GP 97 006	19/02/97	FCPR et Conseil	▲	16/07/04
AXA MULTIMANAGER SA	GP 01 014	30/04/01	Général	▲	07/06/04
BNP PARIBAS ÉPARGNE ENTREPRISE GESTION (ex-GES)	GP 00 029	04/08/00	Général	▲	28/09/04
CIC ASSET MANAGEMENT	GP 97 062	30/06/97	Général + DC + ES	▲	31/12/04
CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT	GP 97 051	26/06/97	Général + CI + ES + DC	▲	01/07/04
CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT	GP 98 023	29/06/98	Général + FCPR + DC	▲	01/07/04
EUROFIN GESTION	GP 97 093	24/09/97	Général	▲	20/10/04
EUROLAND FINANCE (ex-EF INVESTISSEMENT)	GP 99 004	28/01/99	Général	▲	27/07/04
EUROPE EGIDE FINANCE	GP 90 034	22/06/90	Général	▲	08/11/04
GENERALI GESTION PRIVÉE	GP 00 013	18/05/00	Général	▲	21/12/04
H2I MANAGEMENT SA	GP 01 023	29/06/01	Capital investissement	✘	27/07/04
LA FRANÇAISE DES PLACEMENTS INVESTISSEMENTS (ex PLACTS PERFORMANCE)	GP 00 035	08/09/00	Général + ES + GAI	▲	10/11/04
LAZARD FRÈRES GESTION	GP 97 105	31/10/97	Général	▲	att Kbis rad
OPÉRA INVESTISSEMENT (ex COURCOUX BOUVET GEST)	GP 97 071	01/07/97	Général	▲	16/09/04
PLANTAGENËT PARTNERS SA	GP 99 037	06/12/99	Capital investissement	✘	07/02/05
QUANTIC ASSET MANAGEMENT (dev. QUANTICAM)	GP 02 011	04/07/02	VM + couv	✘	11/08/04
SG PRIVATE EQUITY	GP 99 016	27/05/99	Capital investissement	▲	24/12/04
SUD CAPITAL GESTION	GP 00 002	22/02/00	Capital investissement	▲	09/12/04
SWISS RE ASSET MANAGEMENT	GP 02 007	28/05/02	VM + couv	▲	03/01/05

Source : AMF

TABLEAU 5

Situation des sociétés de gestion d'OPCVM agréées au 31 décembre de chaque année

	2000	2001	2002	2003	2004
AGRÈMENTS GÉNÉRAUX					
Délivrés	3	2	0	2	0
Retirés	10	2	4	18	40
AGRÈMENTS LIMITÉS					
Délivrés	1	1	3	1	0
Retirés	5	3	4	5	15
TOTAL					
Délivrés	4	3	3	3	0
Retirés	15	5	8	23	55
NOMBRE DE SGO AGRÉÉES	109	107	102	82	27
ACTIFS GÉRÉS (en milliards d'euros)	83,5	84	80,3	87,2	N.D.⁽¹⁾

Source : AMF

¹ Chiffres non disponibles au 20 avril 2005.

TABLEAU 6
Sociétés de gestion d'OPCVM : les agréments retirés ou devenus caducs en 2004

NOM DE LA SOCIÉTÉ	N° D'AGRÈMENT	DATE D'AGRÈMENT	LIBELLÉ ACTUEL DE L'AGRÈMENT	CADUCITÉ ▲ RETRAIT ✘	DATE CADUC/ RETRAIT
AMIRAL GESTION	GC 03 001	28/02/03	VM	✘	05/07/04
ATLAS GESTION OPCVM	GC 97 047	30/04/97	Général	✘	15/04/04
BAFICO	GC 98 001	27/02/98	Général	✘	08/09/04
BARCLAYS GESTION	GC 97 024	20/03/97	Général	▲	31/03/04
BNP PAM EUROPE	GC 97 063	26/06/97	Général	▲	16/09/04
BOOMERANG ASSET MANAGEMENT	GC 02 003	25/10/02	GAD (OPC existant)	✘	15/04/04
BOURGTHEROULDE FINANCE	GC 97 075	01/07/97	Général	✘	22/09/04
BPSD GESTION	GC 97 013	19/02/97	Général	✘	05/10/04
BUREAU DE PLACEMENT GESTION MOBILIÈRE	GC 97 112	31/10/97	Général	▲	25/08/04
CAIXA GESTION	GC 97 074	01/07/97	Général	✘	16/03/04
CCR GESTION INTERNATIONALE	GC 97 040	25/04/97	Général	▲	01/06/04
CDC ASSET MANAGEMENT EUROPE	GC 97 058	26/06/97	Général	▲	31/12/04
CDC PME GESTION	GC 01 003	15/11/01	OPCVM 3 sociétés CDC	✘	15/04/04
CHEQUERS PARTENAIRES SA	GC 97 106	31/10/97	FCPR	✘	15/04/04
CHEQUERS EXPANSION	GC 97 049	13/06/97	FCPR existant(s)	✘	21/09/04
CORTAL CONSORS FUND MANAGEMENT	GC 97 061	30/06/97	Général	✘	15/04/04
DEXIA ASSET MANAGEMENT SGO	GC 03 002	19/03/03	Général + GAD	▲	25/02/04
ECUREUIL GESTION	GC 97 006	07/02/97	Général	✘	15/04/04
ECUREUIL GESTION FCP	GC 03 003	28/08/03	Général	✘	15/04/04
EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT	GC 97 114	04/11/97	Général + FCPR	✘	15/04/04
ÉPARGNE EXPANSION	GC 97 065	26/09/97	Général	▲	04/11/04
EUPARGEST	GC 97 093	25/07/97	FCPR existant(s)	▲	31/03/04
FEDERAL GESTION	GC 97 007	07/02/97	Général	✘	22/03/04
FGA GESTION	GC 97 068	30/06/97	Général	✘	15/04/04
FINADVANCE SA	GC 97 098	24/09/97	FCPR	✘	15/04/04
GESTION VALOR	GC 98 004	01/04/98	VM	✘	15/04/04
HDF GESTION	GC 97 021	21/02/97	Général	▲	16/08/04
HSBC FINANCE (France) SA	GC 97 103	01/10/97	Général	▲	20/10/04
INNOVEN PARTENAIRES	GC 97 113	27/11/97	FCPR	✘	15/04/04
INVEST ASIA	GC 02 002	30/05/02	VM + couverture risque change	✘	15/04/04
JOUSSE MORILLON INVESTISSEMENT	GC 97 002	24/01/97	Général	✘	15/04/04
JP MORGAN STRUCTURED FUND MANAGEMENT	GC 97 076	01/07/97	Général	✘	15/04/04
LILLE GESTION SA	GC 97 104	30/09/97	FCP CDC	✘	15/04/04



TABLEAU 6 (suite)

Sociétés de gestion d'OPCVM : les agréments retirés ou devenus caducs en 2004

NOM DE LA SOCIÉTÉ	N°	DATE	LIBELLÉ ACTUEL	CADUCITÉ ▲	DATE CADUC/
	D'AGRÈMENT	D'AGRÈMENT	DE L'AGRÈMENT	RETRAIT ✘	RETRAIT
LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	GC 98 009	12/06/98	Général	✘	15/04/04
MEDIALE INVESTISSEMENT	GC 97 051	13/06/97	FCPR existant(s)	✘	16/11/04
MEESCHAERT ASSET MANAGEMENT	GC 97 109	29/10/97	Général	✘	15/04/04
NATEXIS ASSET MANAGEMENT INTERNATIONAL	GC 01 001	10/01/01	Général	✘	16/07/04
OBC GESTION	GC 97 086	10/10/97	Général	✘	15/04/04
ODDO EUROPE ASSET MANAGT	GC 99 003	28/06/99	Général	▲	28/07/04
OFIVALMO PALMARES	GC 97 035	27/03/97	Général	✘	15/04/04
PARIS LYON GESTION	GC 97 034	26/03/97	Général	✘	21/09/04
PARVALIND GÉRANCE	GC 97 027	20/03/97	FCPR	▲	16/07/04
PLACEMENTS GESTION	GC 97 089	11/07/97	Général	✘	25/08/04
RFS GESTION	GC 01 002	21/05/01	Général	✘	15/04/04
RHÔNE-LOIRE +X GESTION	GC 97 082	09/07/97	FCPR	✘	15/04/04
ROTHSCHILD GESTION	GC 98 002	02/02/98	Général + FCPR + DC+ GAI	✘	2/11/04
SINOPIA SOCIÉTÉ DE GESTION	GC 97 130	29/12/97	Général	✘	15/04/04
SOCIÉTÉ DE GESTION DU CRÉDIT MUTUEL	GC 97 125	31/12/97	Général	▲	31/12/04
SOMARGEST	GC 97 105	31/10/97	Général	✘	28/12/04
STATE STREET GLOBAL ADVISORS FRANCE	GC 97 052	03/06/97	Général	▲	18/05/04
TRINITÉ GESTION	GC 97 023	13/03/97	Général	▲	31/12/04
UI GESTION SA	GC 98 007	05/06/99	FCPR	✘	15/04/04
VEGA MULTIMANAGER	GC 97 067	30/06/97	Général	✘	30/07/04
VENDÔME-IÉNA GESTION	GC 97 014	19/02/97	Général	✘	25/05/04
VP GESTION	GC 97 037	27/03/97	Général + GAI	✘	20/07/04

Source : AMF

B Les OPCVM

1 Les OPCVM à vocation générale

TABLEAU 7

Nombre d'OPCVM agréés en 2004

Nombre de SICAV agréées en 2004	13
Actions des pays de la Communauté européenne	3
Actions françaises	1
Diversifié	8
Monétaire euro	1
Nombre de FCP agréés en 2004	689
Actions de pays de la zone euro	48
Actions des pays de la Communauté européenne	19
Actions françaises	18
Actions internationales	50
Diversifié	231
Fonds à formule	158
Monétaire à vocation internationale	1
Monétaire euro	37
Obligations et/ou titres de créance internationaux	23
Obligations et/ou titres de créance libellés en euros	68
OPCVM de fonds alternatifs	36
Nombre de FCPR agréés en 2004	51
- dont FIP	26
- dont FCPI	23
Nombre de FCIMT agréés en 2004	10
Nombre de FCPE agréés en 2004	174

Source : AMF

4 LA GESTION DE L'ÉPARGNE

TABLEAU 8

Répartition de l'actif net et nombre d'OPCVM au 31 décembre 2004

Encours en milliards d'euros	[I] HORS SICAV NOURRICIÈRE				[II] HORS FCP NOURRICIÈRES				[I] + [II] HORS OPCVM NOURRICIERS			
	SICAV		DONT NON OFFERT AU PUBLIC		FCP		DONT NON OFFERT AU PUBLIC		OPCVM		DONT NON OFFERT AU PUBLIC	
	Encours	Nbre	Encours	Nbre	Encours	Nbre	Encours	Nbre	Encours	Nbre	Encours	Nbre
ACTIF NET ET NOMBRE D'OPCVM												
Actions françaises	17,7	79	0,0	0	30,5	253	1,8	23	48,2	332	1,8	23
Actions des pays de la CE	9,7	62	0,0	1	17,9	209	1,0	10	27,6	271	1,0	11
Actions de pays de la zone euro	7,6	56	0,0	3	31,2	257	10,5	88	38,8	313	10,5	91
Actions internationales	16,0	167	0,0	0	44,8	629	13,0	149	60,8	796	13,0	149
Oblig./titres de créance libellés en euros	27,6	163	0,5	3	80,8	760	23,7	272	108,4	923	24,2	275
Oblig./titres de créance internationaux	8,8	63	0,5	4	64,5	232	40,2	74	73,3	295	40,7	78
Monétaire euro	121,1	118	2,6	3	182,3	321	16,5	66	303,3	439	19,2	69
Monétaire à vocation internationale	0,2	2	0,0	0	0,8	14	0,1	2	1,0	16	0,1	2
Diversifié	23,8	213	1,2	30	185,9	2 729	77,9	1 190	209,7	2 942	79,1	1 220
Garanti ou assorti d'une protection	0,0	0	0,0	0	0,6	36	0,6	34	0,6	36	0,6	34
Fonds à formule	0,0	2	0,0	1	54,6	730	1,1	28	54,7	732	1,1	29
OPCVM de fonds alternatifs	0,1	3	0,0	1	10,0	123	3,1	35	10,0	126	3,1	36
TOTAL	232,7	928	4,9	46	703,9	6 293	189,5	1 971	936,5	7 221	194,4	2 017

Source : AMF

TABLEAU 9

Répartition de l'actif net et nombre d'OPCVM hors nourriciers au 31 décembre de chaque année

Encours en milliards d'euros	[I] SICAV (HORS SICAV NOURRICIÈRES)									
	2000		2001		2002		2003		2004	
	Encours	Nbre	Encours	Nbre	Encours	Nbre	Encours	Nbre	Encours	Nbre
ACTIF NET ET NOMBRE D'OPCVM										
Actions françaises	56,3	128	41,5	122	25	109	26,6	95	17,7	79
Actions des pays de la CE	0,0	0	0,0	0	3	14	15,1	68	9,7	62
Actions de pays de la zone euro	15,0	73	18,1	75	13,9	73	17,3	207	7,6	56
Actions internationales	35,7	256	27,3	273	17,6	247	8,2	47	16,0	167
Oblig./titres de créance libellés en euros	46,9	252	44,2	225	38,6	205	35,3	190	27,6	163
Oblig./titres de créance internationaux	10,0	83	10,2	81	8,9	78	8,3	70	8,8	63
Monétaire euro	116,7	192	130,5	174	139,4	157	131,7	139	121,1	118
Monétaire à vocation internationale	0,7	4	0,6	4	0,3	3	0,2	3	0,2	2
Diversifié	44,0	253	38,7	255	27,4	240	28,2	233	23,8	213
Garanti ou assorti d'une protection	0,5	14	0,4	10	0,3	7	0,4	7	0,0	0
Fonds à formule	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	2
OPCVM de fonds alternatifs	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,1	3
TOTAL	325,8	1255,0	311,5	1219,0	274,4	1133,0	271,3	1059,0	232,7	928

[I] FCP (HORS FCP NOURRICIERS)									[I]+[II] OPCVM (HORS OPCVM NOURRICIERS)										
2000		2001		2002		2003		2004		2000		2001		2002		2003		2004	
Encours	Nbre	Encours	Nbre	Encours	Nbre	Encours	Nbre	Encours	Nbre	Encours	Nbre	Encours	Nbre	Encours	Nbre	Encours	Nbre	Encours	Nbre
26,5	374	23,0	366	17,3	342	18,2	287	30,5	253	82,8	502	64,5	488	42,3	451	44,8	382	48,2	332
0,0	0	0,0	0,0	1,4	60	15,5	219	17,9	209	0,0	0	0,0	0	4,4	74	30,6	287	27,6	271
10,2	139	12,7	182	12,1	227	38,8	668	31,2	257	25,2	212	30,8	257	26	300	56,1	875	38,8	313
40,9	588	41,2	687	31,6	706	8,9	172	44,8	629	76,6	844	68,5	960	49,1	953	17,1	219	60,8	796
41,3	727	45,1	676	47,7	663	57,9	681	80,8	760	88,2	979	89,3	901	86,4	868	93,2	871	108,4	923
27,7	236	35,6	234	47	239	56,5	237	64,5	232	37,7	319	45,8	315	56	317	64,8	307	73,3	295
78,8	349	101,3	325	124,2	306	147,7	304	182,3	321	195,5	541	231,8	499	263,5	463	279,4	443	303,3	439
0,8	15	1,2	18	0,9	20	1	19	0,8	14	1,5	19	1,8	22	1,2	23	1,2	22	1,0	16
155,0	2528	151,8	2631	147,4	2706	170	2727	185,9	2729	199,0	2781	190,5	2886	174,8	2946	198,2	2960	209,7	2942
32,8	702	37,2	744	45,6	802	57,8	891	0,6	36	33,3	716	37,6	754	45,9	809	58,2	898	0,6	36
0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	54,6	730	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	54,7	732
0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	10,0	123	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	10,0	126
414,0	5658,0	449,1	5863,0	475,2	6071,0	572,3	6205,0	703,9	6293	739,8	6913,0	760,6	7082,0	749,6	7204,0	843,6	7264,0	936,5	7221

Source : AMF

4 LA GESTION DE L'ÉPARGNE

TABLEAU 10

Répartition de l'actif net et nombre d'OPCVM y compris les OPCVM nourriciers au 31 décembre de chaque année

Encours en milliards d'euros	[I] SICAV (Y COMPRIS SICAV NOURRICIÈRES)					
	2004		2003		VARIATION	VARIATION
	Encours	Nbre	Encours	Nbre	Encours	Nbre
ACTIF NET ET NOMBRE D'OPCVM						
Actions françaises	17,8	80	27,0	97	- 52,1 %	- 17
Actions des pays de la Communauté européenne	9,7	62	8,2	47	15,4 %	15
Actions de pays de la zone euro	7,6	57	15,2	70	- 99,0 %	- 13
Actions internationales	16,4	169	18,8	211	- 15,0 %	- 42
Obligations et/ou titres de créance libellés en euros	28,3	168	36,6	200	- 29,3 %	- 32
Obligations et/ou titres de créance internationaux	8,8	65	8,3	72	5,8 %	- 7
Monétaire euro	133,3	143	144,8	167	- 8,6 %	- 24
Monétaire à vocation internationale	0,2	2	0,2	3	19,2 %	- 1
Diversifié	23,8	214	28,2	234	- 18,6 %	- 20
Garanti ou assorti d'une protection	0,0	0	0,4	7	-	- 7
Fonds à formule	0,0	2	0,0	0	-	2
OPCVM de fonds alternatifs	0,1	3	0,0	0	-	3
TOTAL	246,0	965	287,7	1 108	- 16,9 %	- 143

TABLEAU 11

Structure, évolution des actifs et du nombre de FCPE

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
ÉVOLUTION DU NOMBRE DE FCPE ET DE L'ENCOURS						
Nombre de FCPE	3 462	3 406	3 499	3 600	3 352	3 197
Évolution en %	- 4,1	- 1,62	2,73	2,89	- 6,89	- 4,62
Encours en millions d'euros	50 545	54 768	53 189	47 434	56 016	56 924
Évolution en %	43,0	8,4	- 2,9	- 10,8	18,1	1,6

[I] FCP (Y COMPRIS FCP NOURRICIERS)						[I]+[II] OPCVM (Y COMPRIS OPCVM NOURRICIERS)					
2004		2003		VARIATION		2004		2003		VARIATION	
Encours	Nbre	Encours	Nbre	Encours	Nbre	Encours	Nbre	Encours	Nbre	Encours	Nbre
31,5	289	19,5	330	38,0 %	- 41	49,2	369	46,5	427	5,5 %	- 58
18,5	228	9,4	185	49,2 %	43	28,2	290	17,6	232	37,5 %	58
34,4	306	16,7	263	51,5 %	43	42,0	363	31,9	333	24,1 %	30
48,7	700	40,4	736	17,0 %	- 36	65,0	869	59,2	947	9,0 %	- 78
84,1	832	60,9	742	27,6 %	90	112,4	1000	97,5	942	13,3 %	58
66,1	258	57,8	264	12,5 %	- 6	74,9	323	66,1	336	11,7 %	- 13
217,4	490	182,6	456	16,0 %	34	350,7	633	327,4	623	6,6 %	10
0,8	15	1,0	20	- 24,4 %	- 5	1,1	17	1,2	23	- 14,2 %	- 6
192,0	2887	175,4	2 904	8,6 %	- 17	215,8	3 101	203,6	3 138	5,6 %	-37
0,6	36	58,0	898	-	- 862	0,6	36	58,4	905	-	- 869
55,6	748	0,0	0	-	748	55,7	750	0,0	0	-	750
10,8	154	0,0	0	-	154	10,9	157	0,0	0	-	157
760,4	6943	621,7	6798	18,2 %	145	1 006,5	7 908	909,4	7 906	9,6 %	2

Source : AMF

	2000		2001		2002		2003		2004	
	M€	%								
ÉVOLUTION DES ACTIFS NETS										
Actions de l'entreprise	26 753	48,8	24 828	46,7	20 070	42,3	24 505	43,7	24 993	43,9
Obligations de l'entreprise	1 841	3,4	1 806	3,4	1 940	4,1	2 005	3,6	2 039	3,6
SICAV + FCP	10 941	20,0	9 960	18,7	12 532	26,4	14 862	26,5	14 462	25,4
FCC	56	0,1	88	0,2	37	0,1	47	0,1	78	0,1
Actions françaises & assimilées	6 558	12,0	6 873	12,9	4 364	9,2	4 911	8,8	4 863	8,5
Obligations françaises & assimilées	3 905	7,1	3 959	7,4	4 888	10,3	5 370	9,6	5 677	10
Valeurs étrangères	4 232	7,7	4 804	9,0	3 124	6,7	2 794	5,0	3 824	6,7
TCN	1 063	1,9	1 232	2,3	1 133	2,3	1 804	3,2	1 270	2,2
Liquidités et autres emplois	414	0,8	444	0,8	326	0,7	535	1,0	774	1,4
Emprunts en espèces et autres dettes	- 995	- 1,8	- 805	- 1,5	- 963	- 2,1	- 817	- 1,5	- 1 056	- 1,9
ACTIF NET en millions d'euros	54 768	100,0	53 189	100,0	47 434	100,0	56 016	100,0	56 924	100,0

Source : AMF

4 LA GESTION DE L'ÉPARGNE

TABLEAU 12

Versements et rachats

M : millions	1998		1999		2000		2001		2002		2003		2004	
Versements et rachats	M€	%	M€	%	M€	%	M€	%	M€	%	M€	%	M€	%
Réserve spéciale de participation	2 087	29,6	2 693	26,4	3 040	23,8	3 648	31,6	3 532	34,3	3 493	27,4	3 738	28,3
Versements volontaires des salariés	2 854	40,5	4 205	41,2	4 580	35,9	3 397	29,4	3 454	33,6	3 533	27,8	3 876	29,3
Versements complémentaires	684	9,7	707	6,9	775	6,1	956	8,3	944	9,2	978	7,7	1 224	9,3
Autres versements	1 416	20,1	2 593	25,4	4 361	34,2	3 535	30,6	2 349	22,9	4 726	37,1	4 384	33,2
TOTAL des versements bruts	7 041	100	10 198	100	12 756	100	11 536	100	10 306	100	12 730	100	13 222	100
TOTAL des rachats	4 576		6 671		8 254		7 764		7 024		8 157		16 011	
RATIO rachats/versements	65 %		65 %		65 %		67 %		68 %		64 %		121 %	

Source : AMF

Les fonds communs de créances

TABLEAU 13

Les sociétés de gestion de fonds communs de créances

Liste des sociétés de gestion ayant reçu un agrément de l'Autorité des marchés financiers en 2004		
N° D'AGRÈMENT	DATE D'AGRÈMENT	SOCIÉTÉ DE GESTION
SG FCC 04-01	6 août 2004	ENTERTAINMENT ASSET MANAGEMENT
Liste des sociétés de gestion dont le numéro d'agrément a été retiré par l'Autorité des marchés financiers		
NÉANT		
Liste des sociétés de gestion dont le numéro d'agrément a été retiré à la demande de la société de gestion		
NÉANT		

Source : AMF

TABLEAU 14

Enregistrement et visas de FCC ou de compartiments de FCC en 2004

Liste des FCC créés, enregistrés par l'Autorité des marchés financiers en 2004

NUMÉRO	DATE	NOM DU FCC	SOCIÉTÉ DE GESTION	DÉPOSITAIRE
R 04-01	29 juin 2004	FCC EUROTRUCK LEASE	EUROTITRISATION	CIC
R 04-02	15 déc. 2004	AMAREN II	FRANCE TITRISATION	BRED – BANQUE POPULAIRE

Liste des compartiments de FCC enregistrés par l'Autorité des marchés financiers en 2004

NUMÉRO	DATE	NOM DU FCC	COMPARTIMENT	SOCIÉTÉ DE GESTION	DÉPOSITAIRE
RC 04-01	28 janv. 2004	AUTO ABS	AUTO ABS Compartiment 2004-1	FRANCE TITRISATION	BANQUE PSA FINANCE
RC 04-02	12 mars 2004	TITRI SOCRAM	TS3	ABC GESTION	SOCRAM – SOCIÉTÉ DE CRÉDIT DES SOCIÉTÉS D'ASSURANCES À CARACTÈRE MUTUEL
RC 04-03	15 déc. 2004	AMAREN II	AMAREN II Compartiment 2004-1	FRANCE TITRISATION	BRED – BANQUE POPULAIRE

Liste des visas accordés par l'Autorité des marchés financiers en 2004 à des FCC ou à des compartiments

NUMÉRO	DATE	NOM DU FCC	COMPARTIMENT	SOCIÉTÉ DE GESTION	DÉPOSITAIRE
04-01	20 fév. 2004	AUTO ABS	AUTO ABS Compartiment 2004-1	FRANCE TITRISATION	BANQUE PSA FINANCE
04-02	12 mars 2004	TITRI SOCRAM	TS3	ABC GESTION	SOCRAM – SOCIÉTÉ DE CRÉDIT DES SOCIÉTÉS D'ASSURANCES À CARACTÈRE MUTUEL
04-03	30 avril 2004	CIF ASSETS	CIF ASSETS 2001-1	PARIS TITRISATION	CAISSE CENTRALE DU CRÉDIT IMMOBILIER DE FRANCE
04-04	6 juillet 2004	FCC EUROTRUCK LEASE		EUROTITRISATION	CIC
04-05	29 oct. 2004	CIF ASSETS	CIF ASSETS 2001-1	PARIS TITRISATION	CAISSE CENTRALE DU CRÉDIT IMMOBILIER DE FRANCE
04-06	15 déc. 2004	AMAREN II	AMAREN II Compartiment 2004-1	FRANCE TITRISATION	BRED – BANQUE POPULAIRE

Source : AMF

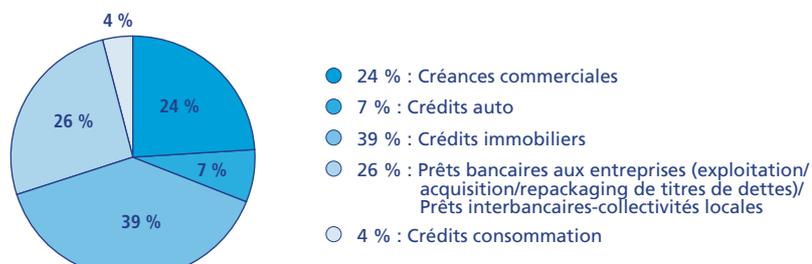
TABLEAU 15

Nombre de FCC publics et encours gérés (en milliards d'euros)

	2002	2003	2004
FCC CRÉÉS			
Nombre en fin de période	207	210	210
Montant total à l'émission en fin de période	51,50	55,11	61,50
FCC « VIVANTS »			
Nombre en fin de période	58	60	55
Montant de l'encours résiduel en fin de période	17,3	18	18,7

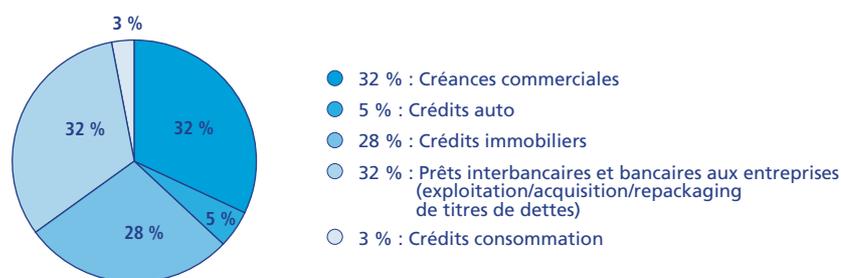
Source : AMF

Répartition par type de créance titrisée par les FCC (publics et privés)



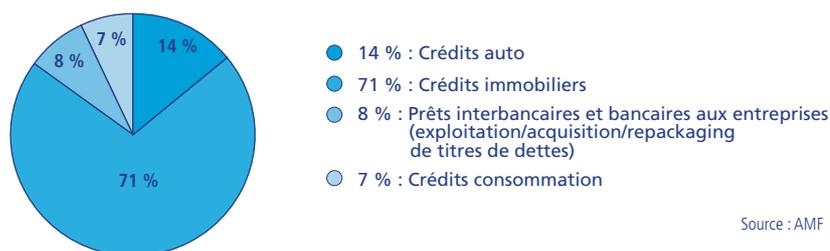
Source : AMF

FCC « privés » : répartition par type de créance



Source : AMF

FCC « publics » : répartition par type de créance



Source : AMF

Les sociétés civiles de placement immobilier

TABLEAU 16

Les sociétés de gestion de SCPI

Liste des sociétés de gestion de SCPI ayant reçu un agrément de l'Autorité des marchés financiers

N° D'AGRÈMENT	DATE D'AGRÈMENT	SOCIÉTÉ DE GESTION
SG SCPI 04-01	20 avril 2004	LINEIS

Agrément en qualité de société de gestion de SCPI s'adressant à un cercle restreint d'investisseurs

Liste des sociétés de gestion de SCPI dont l'agrément a été retiré par l'Autorité des marchés financiers

NÉANT

Liste des sociétés de gestion de SCPI dont l'agrément a été retiré à la demande des sociétés de gestion

NÉANT

Liste des sociétés de gestion de SCPI dont l'agrément est devenu caduc en 2004

NÉANT

Source : AMF

TABLEAU 17

Les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) EN 2004

VISA		NOM DE LA SCPI	MISE À JOUR + OUVERTURE AU PUBLIC ●	NOM DE LA SOCIÉTÉ DE GESTION
NUMÉRO	DATE			
Liste des SCPI dont la note d'information a reçu un visa de l'Autorité des marchés financiers				
04-01	2 janv. 2004	NATIO MEDIFORCE PIERRE	+	ANTIN VENDÔME
04-02	2 janv. 2004	EURO-INVESTIPIERRE 1	+	ANTIN VENDÔME
04-03	2 janv. 2004	NATIO HABITATION 3	+	ANTIN VENDÔME
04-04	6 janv. 2004	AV HABITAT	●	ANTIN VENDÔME
04-05	27 janv. 2004	LION SCPI	+	CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT IMMOBILIER
04-06	4 fév. 2004	EIRAM	+	COGIM
04-07	10 fév. 2004	PIERRE PRIVILÈGE	+	UFG IMMOBILIER
04-08	13 fév. 2004	MULTIHABITATION	●	UFG IMMOBILIER
04-09	23 fév. 2004	DOMIVALOR	●	IMMOVALOR GESTION
04-10	15 mars 2004	LA RENTE IMMOBILIÈRE	+	FONCIRENTE
04-11	22 mars 2004	ELYSEES PIERRE	+	HSBC CCF REIM (FRANCE)
04-12	25 mars 2004	HOCHÉ PLACEMENTS PIERRE	+	FRANKLIN GÉRANCE
04-13	25 mars 2004	HOCHÉ PLACEMENTS PIERRE 2	+	FRANKLIN GÉRANCE
04-14	30 mars 2004	LION SCPI AVANTAGE	●	CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT IMMOBILIER
04-15	2 avril 2004	IMMAUVERGNE	+	CENTRE AUVERGNE IMMOBILIER
04-16	14 avril 2004	BP RÉSIDENCE PATRIMOINE	●	NATEXIS ASSET MANAGEMENT IMMOBILIER
04-17	23 avril 2004	FRUCTIFONDS IMMOBILIER	+	NATEXIS ASSET MANAGEMENT IMMOBILIER
04-18	4 mai 2004	NATIO HABITATION 1	+	ANTIN VENDÔME
04-19	4 mai 2004	NATIO HABITATION 2	+	ANTIN VENDÔME
04-20	11 mai 2004	HABITAPIERRE 2	+	SOFIDY
04-21	14 mai 2004	BUROBOUTIC	+	FIDUCIAL GÉRANCE



TABLEAU 17 (suite)

Les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) EN 2004

NUMÉRO	VISA		NOM DE LA SCPI	MISE À JOUR + OUVERTURE AU PUBLIC ●	NOM DE LA SOCIÉTÉ DE GESTION
	DATE				
04-22	8 juin 2004		FRUCTIRÉGIONS	+	NATEXIS ASSET MANAGEMENT IMMOBILIER
04-23	24 juin 2004		PIERRE INVESTISSEMENT 4	●	INTER GESTION
04-24	3 août 2004		FRUCTIPIERRE	+	NATEXIS ASSET MANAGEMENT IMMOBILIER
04-25	6 août 2004		CIFOCOMA 2	+	SERCC
04-26	21 sept. 2004		PIERRE-PLUS	+	CILOGER
04-27	1 ^{er} oct. 2004		IMMO-PLACEMENT	+	CABINET VOISIN
04-28	26 oct. 2004		SELECT HABITAT	+	AXA REIM FRANCE
04-29	5 nov. 2004		RHÔNE-ALPES IMMO	+	UFFI GÉRANCE
04-30	1 ^{er} déc. 2004		DUO HABITAT	●	UNIGER
04-31	7 déc. 2004		ATOUT PIERRE HABITATION	●	CILOGER

▶ **Liste des visas retirés par l'Autorité des marchés financiers en 2004 à des SCPI**
 NÉANT

▶ **Liste des SCPI dissoutes en 2004**

NOM DE LA SCPI	SOCIÉTÉ DE GESTION	DATE DE DISSOLUTION
COFIPIERRE 2	GESTMANS	2 nov. 2004
FINANCE HABITAT I	UFG IMMOBILIER	1 ^{er} janv. 2004
FINANCE HABITAT II	UFG IMMOBILIER	1 ^{er} janv. 2004
LA RENTE IMMOBILIÈRE	FONCIRENTE	30 juin 2004
LION SCPI HABITATION	CRÉDIT LYONNAIS ASSET MANAGEMENT IMMOBILIER	1 ^{er} juil. 2004
LOGIVALOR 4	IMMOVALOR GESTION	6 mai 2004
RENAISSANCE 2	UFG IMMOBILIER	1 ^{er} janv. 2004
SELECT HABITAT	AXA REIM FRANCE	21 oct. 2004
UNIDOMO 6	UNIGER	30 juin 2004

▶ **Liste des SCPI ayant fait l'objet de fusion-absorption en 2004**
 NÉANT

TABLEAU 18

Nombre de SCPI, capitalisation, collecte, investissements (en milliards d'euros)

	2002	2003	2004
Nombre de SCPI en activité en fin de période	155	140	139
Collecte	0,4	0,8	0,9
Investissements	0,4	0,9	0,7
Capitalisation	8,9	10,3	11,5

Source : AMF

E Les sociétés pour le financement du cinéma et de l'audiovisuel

TABLEAU 19

Visas de notes d'information de SOFICA en 2004

VISA		NOM DE LA SOFICA	NATURE D'OPÉRATION
NUMÉRO	DATE		
04-885	15 nov. 2004	BANQUE POPULAIRE IMAGES 6	Constitution par APE à hauteur de 6 millions d'euros
04-886	15 nov. 2004	CARRIMAGES 2	Constitution par APE à hauteur de 2,5 millions d'euros
04-887	15 nov. 2004	COFINOVA 2	Constitution par APE à hauteur de 3 millions d'euros
04-888	15 nov. 2004	COFIMAGE 17	Constitution par APE à hauteur de 6 millions d'euros
04-889	15 nov. 2004	POSTE IMAGE	Constitution par APE à hauteur de 4 millions d'euros
04-890	15 nov. 2004	SOFICA EUROPACORP	Augmentation de capital d'un montant de 2,5 millions d'euros
04-891	15 nov. 2004	SOFICA VALOR 7	Augmentation de capital d'un montant de 4 millions d'euros
04-892	15 nov. 2004	SOFICINÉMA 2	Constitution par APE à hauteur de 6 millions d'euros
04-893	15 nov. 2004	SOGE CINÉMA 4	Constitution par APE à hauteur de 6 millions d'euros
04-894	15 nov. 2004	UNI ÉTOILE 3	Constitution par APE à hauteur de 3,5 millions d'euros
04-898	15 nov. 2004	SOFICA UGC 1	Constitution par APE à hauteur de 2,5 millions d'euros

Visas complémentaires de notes d'information de SOFICA en 2004

04-976	15 déc. 2004	BANQUE POPULAIRE IMAGES 6	Émission d'un montant complémentaire de 200 000 euros
04-977	15 déc. 2004	COFINOVA 2	Émission d'un montant complémentaire de 700 000 euros
04-978	15 déc. 2004	COFIMAGE 17	Émission d'un montant complémentaire de 900 000 euros
04-979	15 déc. 2004	SOFICA EUROPACORP	Émission d'un montant complémentaire de 450 000 euros
04-980	15 déc. 2004	UNI ÉTOILE 3	Émission d'un montant complémentaire de 500 000 euros
04-982	15 déc. 2004	CARRIMAGES 2	Émission d'un montant complémentaire de 450 000 euros
04-987	17 déc. 2004	SOFICINÉMA 2	Émission d'un montant complémentaire de 800 000 euros

Source : AMF

TABLEAU 20

Les SOFICA : nombre, encours, collecte (en millions d'euros)

	2000	2001	2002	2003	2004
Nombre de SOFICA	41	47	51	54	59
Montant capitaux collectés	41,05	44,95	34,92	41,01	46
Encours global	573,09	618,04	652,96	693,97	739,97
Variation de l'encours par rapport à l'année précédente	8 %	8 %	6 %	12 %	7 %

Source : AMF

F Les sociétés pour le financement de la pêche artisanale

TABLEAU 21

Visas des notes d'information des SOFIPÊCHE en 2004

NUMÉRO	VISA		NOM DE LA SOFICA	NATURE D'OPÉRATION
	DATE			
04-969	14 déc. 2004		SOFIMANCHE 6	Constitution par APE
04-970	14 déc. 2004		SOFISETE 4	Constitution par APE
04-972	15 déc. 2004		SOFIMED 2004	Constitution par APE
04-985	17 déc. 2004		SOFI GOLFE DU LION 2004	Constitution par APE
04-986	17 déc. 2004		SOFIPÊCHE DE CORNOUAILLE 8	Constitution par APE
04-995	21 déc. 2004		SOFI BRETAGNE ATLANTIQUE 7	Constitution par APE
04-997	22 déc. 2004		SOFI 17-2004	Constitution par APE
04-998	22 déc. 2004		SOFIPÊCHE DE CORNOUAILLE 7	Constitution par APE

Source : AMF

TABLEAU 22

Les SOFIPÊCHE : nombre, encours, collecte (en millions d'euros)

	2001	2002	2003	2004
Nombre de SOFIPÊCHE	13	17	21	29
Montant capitaux collectés	10,2	5,9	6	12,5
Encours global	20,4	26,3	32,3	44,8

Source : AMF

G Les infrastructures de marché

TABLEAU 23
Habilitation de membres de marché non prestataires de services d'investissement

Conformément aux dispositions de l'article L. 421-8-1 du code monétaire et financier, l'AMF a habilité, durant l'année 2004, les entités ci-après, qui n'avaient pas le statut de prestataires de services d'investissement, à devenir membres des marchés réglementés de dérivés MATIF et MONEP :

ENTITÉ	PAYS D'ORIGINE	MARCHÉ D'HABILITATION	DATE HABILITATION
Newtrade Derivatives I B.V	Pays-Bas	MATIF et MONEP	5 janv. 2004
Newtrade Derivatives II BV (devenu Flow Traders BV depuis le 16 janvier 2004)	Pays-Bas	MATIF et MONEP	5 janv. 2004
GETCO, LLC	USA	MATIF et MONEP	9 fév. 2004
PIONEER FUTURES, INC	USA	MATIF et MONEP	9 fév. 2004
ADD FINANCE SARL	France	MATIF et MONEP	29 mars 2004
MAKO GLOBAL DERIVATIVES PARTNERSHIP LLP	GB	MATIF et MONEP	29 mars 2004
ALLSTON TRADING , LLC	USA	MATIF et MONEP	13 avril 2004
INFINIUM CAPITAL MANAGEMENT, LLC	USA	MATIF et MONEP	13 avril 2004
SHATKIN ARBOR, INC	USA	MATIF et MONEP	4 juin 2004
O'CONNOR & CO, LLC	USA	MATIF et MONEP	19 juil. 2004
TOWER RESEARCH CAPITAL EUROPE, LLC	USA	MATIF et MONEP	23 juil. 2004
RESOURCE TRADING AND BROKERAGE LLC	USA	MATIF et MONEP	12 août 2004
ALL OPTIONS INTERNATIONAL BV	Pays-Bas	MATIF et MONEP	12 août 2004
JUMP TRADING LLC	USA	MATIF et MONEP	22 sept. 2004
ACCENT AIGU BV	Pays-Bas	MATIF et MONEP	21 oct. 2004
SCROCCA OPTIONS TRADING BV	Pays-Bas	MATIF et MONEP	21 oct. 2004
SOURCE CAPITAL AG	Suisse	MATIF et MONEP	23 fév. 2005
ALTER NEGO SARL	France	MATIF et MONEP	29 nov. 2004
323 Trading BV	Pays-Bas	MATIF et MONEP	21 déc. 2004
AOT BELGIE NV	Belgique	MATIF et MONEP	21 déc. 2004

Source : AMF

5

ANNEXE

Enquêtes et sanctions

- 296 **A** Bilan des enquêtes effectuées
par la COB de 1990 à 2003
puis par l'AMF en 2004
- 297 **B** Bilan d'application du pouvoir
de sanction de l'AMF en 2004
- 299 **C** Les suites judiciaires

5 ENQUÊTES ET SANCTIONS

A Bilan des enquêtes effectuées par la COB de 1990 à 2003 puis par l'AMF en 2004

Pour mener à bien sa mission de surveillance des marchés, l'AMF contrôle le comportement des professionnels et peut enquêter sur tout fait susceptible de constituer des infractions boursières. Sont ici résumées les enquêtes menées par la COB puis par l'AMF.

TABLEAU 1
Les enquêtes menées par la COB de 1990 à 2003 puis par l'AMF en 2004 et leurs suites

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	TOTAL
Nombre d'enquêtes terminées	79	53	89	85	103	91	77	69	96	88	90	85	75	79	90	1249
Dont nombre d'enquêtes nationales	78	50	83	80	94	86	69	60	73	67	64	57	65	58	60	1044
Ouvertures de procédures de sanction par l'Autorité ⁽¹⁾	0	2	7	9	6	7	6	6	9	10	6	20	16	7	38	149

Source : AMF

TABLEAU 2
Transmissions de rapports d'enquête à la justice par la COB de 1990 à 2003 puis par l'AMF en 2004

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	TOTAL
Transmission au parquet ⁽²⁾	15	12	26	34	22	27	24	24	17	16	19	19	23	17	17	312
Dont rapports qui ont donné lieu en parallèle à l'ouverture d'une procédure de sanction par la COB/AMF	0	1	6	8	5	7	3	5	2	4	1	7	10	12	14	85

Source : AMF

¹ L'ouverture d'une procédure de sanction peut conduire à plusieurs notifications de griefs et à plusieurs sanctions.

² Un même rapport peut faire l'objet d'un envoi à plusieurs parquets.

B Bilan d'application du pouvoir de sanction de l'AMF en 2004

TABLEAU 3

Nombre de procédures de sanction menées à leur terme

	2004
Nombre de procédures de sanction menées à leur terme	24
Fondement principal des sanctions prononcées ⁽¹⁾	
Information du public (règlements COB n° 90-02/98-07)	8
Manquement d'initié (règlement COB n° 90-08)	1
Manipulation de cours (règlement COB n° 90-04) (articles du règlement général CMF n° 3.4.7 - 3.4.10)	1
Obligation d'information de la COB des modifications affectant la société de gestion (règlement COB n° 96-02)	1
Règles de bonne conduite applicables au service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers (règlement COB n° 96-03)	4
L'information à diffuser à l'occasion d'opérations réalisées sur le Nouveau marché (règlement COB n° 95-01)	3
Affectation préalable des ordres globaux émis par une société de gestion (article du règlement général CMF n° 3.3.1)	2
Couverture des ordres SRD (article du règlement général CMF n° 4.1.35-1)	2
Contrôle des activités du prestataire (article du règlement général CMF n° 2.4.15)	2
Type de personnes sanctionnées	44
Émetteurs, personnes physiques	11
Émetteurs, personnes morales	5
PSI, personnes physiques	12
PSI, personnes morales	14
Autres personnes physiques, commissaires aux comptes, etc.	2

Source : AMF

¹ Certaines sanctions ont été prononcées sur le fondement de plusieurs règlements.

Les suites judiciaires

TABLEAU 4

Décisions de justice faisant suite à la transmission de rapports d'enquête par la COB puis par l'AMF

NOM DE L'AFFAIRE, LIEU ET DATE DE TRANSMISSION	NATURE DE L'AFFAIRE
Marché du titre SOCIÉTÉ GÉNÉRALE Paris, le 31 juillet 1989	Initié
Activité de la société OCCIDENTALE FINANCIÈRE Angers, le 15 mars 1993	Gestion illicite de portefeuille/abus de confiance
Marché du titre SOVAMEC lié au dossier GRASLIN Lyon, le 14 septembre 1993	Manipulation de cours/délit d'initié
Activité de la société GRASLIN & CIE SA Lyon, le 24 septembre 1993	Banqueroute/abus de confiance/faux et usage de faux/ abus de biens sociaux/abus du crédit/escroqueries/ infraction sur les marchés à terme
Activité de la société GEREM FRANCE Paris, le 15 décembre 1995	Abus de confiance Escroquerie
Activité de la société MCS Colmar, le 20 mai 1996	Démarchage financier/escroquerie/complicité
Activité de Monsieur Jacques ALVAREZ Alençon, le 10 juillet 1997	Escroquerie/démarchage/gestion illicite de portefeuille/ faux et usage de faux/abus de confiance
Information financière de la société PALLAS-STERN Paris, le 1 ^{er} août 1997	Fausse information/présentation de comptes inexacts

SUITES DONNÉES

Jugement du tribunal correctionnel de Paris du 20 décembre 2002 condamnant l'un des trois prévenus à 2,2 millions d'euros d'amende et relaxant les deux autres. Appel en cours.

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 devant la cour d'appel de Rouen.

Arrêt de la cour d'appel de Rouen du 12 septembre 2002 condamnant l'un des deux prévenus à une amende de 4 500 euros du chef d'abus de confiance et le relaxant partiellement de ce même chef.

Rejet du pourvoi en cassation par arrêt de la chambre criminelle de la Cour de cassation du 22 octobre 2003.

Arrêt de la cour d'appel de Lyon du 24 septembre 2003 constatant l'extinction de l'action publique par l'effet de la prescription pour ce qui concerne les infractions boursières poursuivies par voie de citation directe.

Jugement du tribunal correctionnel de Lyon du 3 avril 2001 condamnant l'un des prévenus à 3 ans d'emprisonnement avec sursis et mise à l'épreuve avec obligation d'indemniser les victimes, à une amende de 100 000 francs, et à dix ans d'interdiction de gérer, et condamnant le second prévenu à un an d'emprisonnement avec sursis et à 50 000 francs d'amende. Arrêt de la cour d'appel de Lyon du 24 septembre 2003 confirmant les peines mais annulant l'amende délictuelle du premier prévenu et ramenant l'amende délictuelle du second prévenu à 1 500 euros.

Jugement du tribunal correctionnel de Paris du 12 janvier 2005 relaxant les trois prévenus.

Appel en cours.

Arrêt de la cour d'appel de Colmar du 26 février 1999 condamnant les deux prévenus à une peine de deux ans d'emprisonnement dont dix-huit mois assortis d'un sursis.

Rejet du pourvoi en cassation par arrêt de la chambre criminelle de la Cour de cassation du 7 juin 2000.

Jugement du tribunal correctionnel d'Alençon du 18 mai 2000 condamnant le prévenu à une peine de trois ans d'emprisonnement et prononçant l'interdiction définitive d'exercer la profession de gérant de portefeuille.

Confirmation par arrêt de la cour d'appel de Caen du 15 janvier 2001. Ordonnance de désistement rendue par la Cour de cassation du 27 mars 2001. Décision définitive.

Jugement du tribunal correctionnel de Paris du 1^{er} mars 2001 condamnant le principal prévenu à dix-huit mois d'emprisonnement avec sursis et à une amende de 3 000 000 de francs et condamnant huit autres prévenus à des peines de trois à quinze mois d'emprisonnement avec sursis et à des amendes de 50 000 à 300 000 francs.

Arrêt de la cour d'appel de Paris du 6 février 2003 prononçant la relaxe de tous les prévenus.

Pourvois en cassation en cours.

Arrêt de la cour d'appel de Paris du 6 février 2003 prononçant la relaxe des commissaires aux comptes.

Le commissaire du Gouvernement auprès de la chambre régionale de discipline des commissaires aux comptes classe la procédure contre les commissaires aux comptes en septembre 2003.



TABLEAU 4 (suite)

Décisions de justice faisant suite à la transmission de rapports d'enquête par la COB puis par l'AMF

NOM DE L'AFFAIRE, LIEU ET DATE DE TRANSMISSION	NATURE DE L'AFFAIRE
Activité de la société GORDON FIRST Ltd. Paris, le 13 novembre 1998	Escroquerie/abus de confiance
Information financière de la société WAELES Nanterre, le 13 juillet 1999	Fausse informations/comptes annuels non sincères/ faux et usage de faux
Marché du titre BELVÉDÈRE Paris, le 13 juillet 1999	Fausse informations/manipulation de cours de cours
Marché du titre ALBERT La Roche-sur-Yon, le 1 ^{er} février 2000 et Poitiers le 2 février 2000	Fausse information/présentation de comptes inexacts/ escroquerie aggravée/abus de biens sociaux/ recel d'abus de biens sociaux/complicité d'abus de biens sociaux/non-révélation de faits délictueux
M. Ould Amar YAHYA, Mlle Nathalie LAW-YE et M. François LAW-YE Paris, le 9 juin 2000	Délit d'initié/manipulation de cours/recel de biens provenant d'un délit
Marché du titre SITA Paris, le 6 juillet 2000	Délit de communication d'informations privilégiées non rendues publiques en matière boursière/ recel de délit d'initié
Marché du titre CARREFOUR PROMODÈS Paris, le 27 juillet 2000	Délit d'initié
Activité de la société UBP Pontoise, le 9 février 2001	Manquements divers à des obligations professionnelles
Marché du titre FLAMMARION Paris, le 7 février 2002	Initié
Information financière de la société COFIDUR Paris, le 2 juillet 2003 Cour d'appel de Paris (pour les CAC)	Fausse information
Information financière de la société JACQUET INDUSTRIES 1 ^{er} septembre 2003 Cour d'appel de Lyon (pour les CAC)	Manquements divers à des obligations professionnelles
Information financière de la société COCOON Paris/Toulouse/Strasbourg, le 5 novembre 2003	Fausse information
Information financière de la société AUREA Paris, le 24 janvier 2005	Fausse information

SUITES DONNÉES

Classement sans suite par décision de juillet 2003.

Ordonnance de non-lieu du 9 mai 2000.

Jugement du tribunal correctionnel de Paris du 9 janvier 2004 condamnant le principal prévenu à une peine de 100 000 euros d'amende.

Jugement du tribunal correctionnel de la Roche-sur-Yon du 20 janvier 2003 condamnant le PDG, l'ex-PDG, un administrateur et le commissaire aux comptes aux peines d'un an d'emprisonnement avec sursis et à des amendes allant de 75 000 à 200 000 euros.

Arrêt de la cour d'appel de Poitiers du 19 février 2004 confirmant le jugement pour l'ensemble des prévenus mais ramenant le montant de l'amende du Président du Directoire à 50 000 euros.

Pourvoi en cassation en cours.

Jugement du tribunal correctionnel de Paris du 11 juin 2004 condamnant le premier prévenu à une peine de douze mois d'emprisonnement (dont 6 mois avec sursis) et à 200 000 euros d'amende, la deuxième prévenue à une peine de douze mois d'emprisonnement (dont 8 mois avec sursis) et à 50 000 euros d'amende, le troisième prévenu à une peine de huit mois d'emprisonnement avec sursis et 40 000 euros d'amende.

Appels en cours.

Jugement du tribunal correctionnel de Paris du 16 novembre 2004 condamnant les trois prévenus à respectivement trois mois d'emprisonnement avec sursis et 10 000 euros d'amende, à dix-huit mois d'emprisonnement avec sursis et 200 000 euros d'amende, et à douze mois d'emprisonnement avec sursis et 100 000 euros d'amende.

Appels en cours.

Ordonnance de non-lieu du 22 décembre 2004.

Ordonnance de non-lieu du 29 mars 2002.

Classement sans suite par décision du 19 février 2002 du fait de la sanction administrative déjà prononcée.

La chambre régionale de discipline des commissaires aux comptes classe sans suite (faits amnistiés) le 20 septembre 2004.

La cour d'appel de Lyon classe sans suite en mars 2004 sur le fondement de la loi d'amnistie du 6 août 1992 dans le cadre de la procédure visant à d'éventuelles poursuites disciplinaires à l'encontre des commissaires aux comptes.

Classement par amnistie pour un des commissaires aux comptes et transmission du dossier pour le second commissaire aux comptes à la chambre régionale de discipline de la cour d'appel de Versailles le 18 octobre 2004.

Classement sans suite en février 2005 du fait des poursuites administratives déjà engagées.

INDEX

Index des mots cités dans le rapport

Cet index regroupe les principaux noms communs et noms propres cités dans le rapport, à l'exclusion des annexes. Les numéros renvoient aux pages du rapport.

A

Accords internationaux :	
- de coopération bilatérale :	p. 88
ABN AMRO Securities :	p. 187
ACXIOM EUROPEAN HOLDINGS LIMITED (société) :	p. 114
Actions :	
- marché d' :	p. 29 et suivantes
Ad hoc :	
-entités - :	p. 83, p. 117
Adhémar (Philippe) :	p. 211
Agences de notation :	p. 46
Rapport sur les - :	p. 125
Agréments :	p. 129, p. 144 et suivantes, p. 150 et suivantes
ALTAREA (société) :	p. 109
Alternext :	p. 167
ALSTOM (société) :	p. 100-101, p. 198
Amouyal (Avy) :	p. 192
Analyse financière	
- dispositions relatives à l' :	p. 142-144
- indépendante (groupe sur) :	p. 214
Andrieux (Marc) :	p. 190
Ankry-Avy (André) :	p. 192
Appel public à l'épargne :	p. 100-104
Analystes financiers :	p. 142-144
ARCELOR (société) :	p. 108
Arfi (Claire) :	p. 192
Artus (Patrick) :	p. 217
ATOFINA (société) :	p. 111
Audit :	p. 86-87
AVENTIS (société) :	p. 38, p. 105-106, p. 113-114

B

BANQUE CLÉMENT (société) :	p. 199
Banque de France :	p. 219
BANQUE PRIVÉE FIDEURAM WARGNY (société) :	p. 187
BANQUE TRANSATLANTIQUE (société) :	p. 186-187
Barre (Olivier) :	p. 201
Beffa (Jean-Louis) :	p. 61
BELVÉDÈRE (société) :	p. 194
Benefic :	p. 205
Bilger (Pierre) :	p. 198
Blanchiment de capitaux :	p. 51, p. 134, p. 179
BNP PARIBAS (société) :	p. 194
BNP Paribas Equities France :	p. 194
Bonde (Ingrid) :	p. 47
Bourven (Monique) :	p. 212
BULL (société) :	p. 104
Burkhard Caspari (Karl) :	p. 65

C

C2D (société) :	p. 196-197
CAC SYSTÈMES (société) :	p. 112
Campos (Roel) :	p. 48
Capital investissement :	p. 160 et suivantes
Cardia (Lamberto) :	p. 48
Catteau (Hervé) :	p. 200
Centre off shore :	p. 48
CEDP (société) :	p. 111
CESR (Committee of European Securities Regulators) :	p. 46-55
CESR-FIN :	p. 85, p. 87
CESR-POL :	p. 49-50
Chapellier (Séverine) :	p. 199
CHEQUERS CAPITAL :	p. 108
CNC (Conseil national de la comptabilité) :	p. 116 et suivantes
CNCC (Compagnie nationale des commissaires aux comptes) :	p. 116-125
Comité :	
- d'urgence du CNC :	p. 118-120
- de la réglementation comptable (CRC) :	p. 117-120
Commissaires aux comptes :	
La surveillance de la profession des - :	p. 121-125
Déontologie des - :	p. 121-122
La contribution de l'AMF au contrôle des - :	p. 124-125
Commission :	
- consultatives :	p. 209 et suivantes
• activités de compensation, de conservation et de règlement-livraison :	p. 212

- activités de gestion financière : p. 211
- épargnants et actionnaires minoritaires : p. 210
- opérations et information financière : p. 209-210
- organisation et fonctionnement du marché : p. 210
- de contrôle des assurances : p. 141, p. 176, p. 213
- des sanctions : p. 186-199
- Compensation (activités) :** p. 54-58
- Conseil d'État :** p. 199-200
- Conseil scientifique :** p. 216
- Conseillers en investissements financiers (CIF) :** p. 141-143
- CONSODATA (société) :** p. 114
- Contrôle :**
 - interne : p. 96, p. 99, p. 122
 - des PSI : p. 175-178
- Coopération internationale :** p. 88
 - bilatérale : p. 88
 - en matière de surveillance et d'enquête : p. 49, p. 181-183
- Cour d'appel de Paris :** p. 105-106, p. 110-111, p. 113-114, p. 199
- CRÉDIT DU NORD (société) :** p. 199
- CRÉDIT INDUSTRIEL COMMERCIAL (CIC) :** p. 107-108
- CROSS SYSTEMS COMPANY (société) :** p. 191
- CRYONIC MEDICAL (société) :** p. 102

D

- Dapsens (Philippe) :** p. 200
- Decaudaveine (Manuel) :** p. 192
- Déclaration par les dirigeants de leurs opérations sur les titres de la société :** p. 95-96
- Demandolx Dedons (Jean de) :** p. 213-214
- Démarchage :**
 - cadre réglementaire du - : p. 139-140
 - enquêtes relatives au - : p. 183-184, p. 206
- Déontologie :**
 - des prestataires de services d'investissement : voir PSI
 - des commissaires aux comptes : p. 121-122
- Dépositaires :**
 - d'OPCVM : p. 147 et suivantes
 - contrôle des - : p. 177
- Deutsche Börse :** p. 169
- Deveze (Michel) :** p. 187
- Directive :**
 - abus de marché : p. 59 et suivantes
 - marchés d'instruments financiers : p. 59 et suivantes
 - sur les offres publiques : p. 59 et suivantes
 - sur les prospectus : p. 59 et suivantes
 - sur la transparence : p. 59 et suivantes
 - relative aux OPCVM : p. 130
- Dirigeants :**
 - Déclaration par les - : p. 95-96
 - d'une société de gestion : p. 132
- Document de référence :** p. 93-95
- Donval (Dominique) :** p. 196

E

- Éducation des investisseurs :** p. 202, p. 215-216
- El Hage (Nisrine) :** p. 194
- Emonard (Denis) :** p. 196
- Enquêtes :** p. 181-183
- ENRON (société) :** p. 48
- Épargne salariale :** p. 158-160
- Esambert (Bernard) :** p. 209
- ETHYS (société) :** p. 146
- ETNA FINANCE (société) :** p. 192-193, p. 199
- ETF (Exchange Traded Funds) :** voir OPCVM indicieux cotés
- Euroclear France :** p. 168-169
- Eurolist :** p. 168
- EURONEXT (société) :**
 - élargissement d' - : p. 169
 - Liffe : p. 42-44
 - modification des règles de marché d' - : p. 166
 - régulation d' - : p. 166
 - Reforme de la cote : p. 100, p. 167
- Évaluation financière (groupe sur) :** p. 215

F

- Favre (Claire) :** p. 210, p. 216
- Field (Bernard) :** p. 210-211
- Financial Services Authority (FSA) :** p. 77
- FINANCIÈRE MISTRAL (société) :** p. 108
- FITCH (société) :** p. 125
- Fonds :**
 - à formule : p. 156
 - communs de créances (FCC) : p. 164
 - communs d'intervention sur les marchés à terme (FCIMT) : p. 152
 - communs de placement d'entreprise (FCPE) : p. 159-160
 - communs de placement dans l'innovation (FCPI) : p. 160-161
 - communs de placement à risques (FCPR) : p. 160-161
 - de fonds : p. 76
 - fonds d'investissement de proximité (FIP) : p. 161
- Forum de la stabilité financière (FSF) :** p. 54
- Frais :**
 - de gestion : p. 76
- FRANCE TELECOM (société) :** p. 100-101, p. 106, p. 114
- Franchissement de seuils :** p. 113

INDEX

G

Gaillabaud (Geneviève) : p. 192

GAFI
 (Groupe d'action financière sur
 le blanchiment des capitaux) : p. 49-51, p. 75-77

Gautier (Jacques) : p. 199

Gestion :

- alternative : p. 144-146
- frais de - : p. 76, p. 136, p. 159
- réglementation internationale
 de la - d'actifs : p. 70, p. 76

Giscard d'Estaing (Antoine) : p. 210

Gouvernement d'entreprise :

- travaux au niveau international : p. 48
- rapport de l'AMF sur le - : p. 96

GRANDE PAROISSE (société) : p. 111

GRANDVISION (société) : p. 107

Groupe de travail :

- sur l'analyse financière indépendante : p. 214
- sur directive OPA : p. 213
- sur dérivé de crédits : p. 213
- sur l'éducation des investisseurs : p. 215-216
- sur l'évaluation financière : p. 215

GSD Gestion (société) : p. 200

H

HAL Holding NV : p. 107

Hannezo (Guillaume) : p. 196

**Haut Conseil du commissariat
 aux comptes (HCCC)** : p. 121-123

HAVAS (société) : p. 103

Hoenn (Dominique) : p. 212

I

IASB (*International Accounting Standard
 Board*) : p. 78 et suivantes

IASC (*International Accounting Standard
 Committee*) : p. 78 et suivantes

IAS (*International Accounting Standards*) : p. 78 et suivantes

IFAC (*International Federation of Accountants*) : p. 87

Identification des clients : p. 49-51, p. 75-76

IFREFI
 (Institut francophone de la régulation financière) : p. 95

IFRIC (*International Financial Reporting interpretation
 Committee*) : p. 80-83

IFRS (*International Financial Reporting
 Standards*) : p. 78-84, p. 115-117

IMAFFINE (société) : p. 109

INTERNATIONAL METAL SERVICES IMS (société) : p. 108

Indices :

- évolution des - : p. 30 et suivantes

Information :

- financière et comptable : p. 72
- permanente : p. 99 et suivantes

Infrastructures de marché : p. 166-169

- surveillance des - : p. 178

Injonctions judiciaires : p. 100

INSTITUT DE PARTICIPATION DE L'OUEST (société) : p. 107

Intermédiaires financiers : p. 73-74 voir PSI

Introductions en bourse :

- nombre de - : p. 33

J

Jaffré (Philippe) : p. 198

Joint Forum : p. 53

K

Kaptein (Jacob) : p. 65

KBL France SAS (société) : p. 194

KBC Securities France (société) : p. 187

L

Lambert (Roger-Dominique) : p. 192

Lamfalussy :

- procédure - : p. 50

Lanteri-Minet (Dominique) : p. 194

Late trading : p. 136, p. 176

LCH.CLEARNET SA (société) : p. 166-168, p. 178

Lepetit (Jean-François) :

- groupe de travail présidé par - : p. 61, p. 92, p. 99, p. 213

Letaconnoux (Dominique) : p. 187

LIFFE : p. 41-42

Loi :

- Dutreil : p. 94

London Stock Exchange (LSE) : p. 169

LVL MEDICAL (société) : p. 103

M

Marché (s) :	
- dérivés :	p. 41
- d'actions :	p. 29
évolution des - :	p. 29
- libre	p. 33-34, p. 98
Nouveau - :	p. 28
- obligataires :	p. 39
Premier - :	p. 28
Second - :	p. 28
surveillance du - :	p. 49-50, p. 69-71, p. 174
Market timing :	p. 71, p. 76, p. 135, p. 176
Martinière (Gérard de la) :	p. 61
McCarthy (Callum) :	p. 64
Médiation :	p. 202-209
MERRILL LYNCH :	p. 108
Messier (Jean-Marie) :	p. 196
MOU (Multilateral memorandum of understanding) :	p. 50-51
MOODY'S (société) :	p. 125
Mothié (Jean-Claude) :	p. 210
MULTIBRANDS SAS :	p. 107

N

Naulot (Jean-Michel) :	p. 209, p. 215
NATEXIS BANQUE POPULAIRES (société) :	p. 189
NATEXIS BLEICHROEDER (société) :	p. 189
NETVALUE (société) :	p. 112
NEXT UP. SA (société) :	p. 192
NORD EST (société) :	p. 109
Normes comptables internationales :	p. 78-88, p. 115-117

O

Obligations :	
- marchés obligataires :	p. 72
OCEANE :	p. 40, p. 98, p. 100
Offres publiques :	p. 104-112
Le contentieux de recevabilité des - :	p. 113-114
La surveillance des - :	p. 175
directive sur les - :	p. 61
Offshore :	
centres - :	p. 48
OICV (Organisation internationale des commissions de valeurs) :	p. 47-55
- travaux des comités techniques :	p. 72-77, p. 86-87

OPCI (organisme de placement collectif en immobilier) :	p. 162
OPCVM (organisme de placement collectif en valeurs mobilières) :	p. 150-163
agrément des - :	p. 150-157
- ARIA :	p. 136-137
- contractuels :	p. 137
- évolution du cadre juridique des - :	p. 134
- à compartiments :	p. 157
- à procédure allégée :	p. 136
- à vocation générale :	p. 134
- d'OPCVM :	voir fonds de fonds
- de fonds alternatifs :	p. 157
- indiciels :	p. 157
- prospectus des - :	p. 134-135
- rétrocessions des frais de gestion des - :	p. 136
ORANGE (société) :	p. 114
Ordonnance :	
- sur les valeurs mobilières	p. 92
Ordres :	
exécution des - :	p. 93
- avec service à règlement-livraison différé (OSRD) :	p. 177
OXIS INTERNATIONAL (société) :	p. 188

P

PAGESJAUNES (société) :	p. 100-101, p. 106
Parent (Éric) :	p. 192
PARMALAT (société) :	p. 48
Passeport européen :	p. 61, p. 130-131, p. 146, p. 148
PERCO (Plan d'épargne pour la retraite collectif) :	p. 158
Pinatton (Jean-Pierre) :	p. 211
Plan d'action sur les services financiers (PASF) :	p. 51, p. 61
Point (Jacques) :	p. 196-197
De Pontbriand (Henri-Paul) :	p. 187
POWEO (société) :	p. 102-103
Prada (Michel) :	
comité de projet présidé par :	p. 55
Programmes de rachat d'actions :	p. 93
Prestataire de services d'investissement :	voir PSI
PROSODIE (société) :	p. 110
PROVALOR (société) :	p. 175, p. 194
PSI (prestataire de services d'investissement) :	p. 144-149
- surveillance des - :	p. 174
- contrôle des - :	p. 176-180

INDEX

R

Rabineau (Jean-Jacques) : p. 194
Rachat d'actions : p. 68-69, p. 72, p. 93
Raynaud (Gilles) : p. 191-192
RSCI (Responsable des contrôles des services d'investissement) : p. 177-180
Règlement général de l'AMF :
 - Livre II « Émetteurs et information financière » : p. 92
 - Livre III « Prestataires » : p. 143, p. 212
 - Livre VI « Abus de marché : opérations d'initiés et manipulations de marché » : p. 172-173
Règlement-livraison (activités) : p. 54-58
Réglementation :
 - comptable : p. 117-125
 - gestion d'actif : p. 70
Régulation des marchés secondaires : p. 72
Rossignol (Henry) : p. 199
Rubens (Régina) : p. 199

S

SAC (*Standards Advisory Council*) : p. 85
Samaha (Makram) : p. 192
Sanctions : voir Commission des sanctions
SANOFI-SYNTHÉLABO (société) : p. 104-105, p. 106, p. 113-114
Schmidt (Dominique) : p. 61
SCE (*Sub Committee on Enforcement*) : p. 85-86
SCPI (société civile de placement immobilier) : p. 162-163
SEF (société d'épargne forestière) : p. 165
SICAV d'actionnariat salarié (SICAVAS) : p. 158-159
SISE (*Sub Committee on International Standards Endorsement*) : p. 85
Sociétés de gestion :
 agrément des - : p. 129, p. 144-146
 surveillance des - : p. 176
SOFICA (société pour le financement de l'industrie cinématographique et audiovisuelle) : p. 165
SOFIPÊCHE (société pour le financement de la pêche artisanale) : p. 165
SOITEC (société) : p. 103
STACI (société) : p. 197
STANDARD AND POOR'S (société) : p. 125
STMICROELECTRONICS NV (société) : p. 103
Surveillance des marchés : p. 49-50, p. 63-67, p. 174-175

T

Tefridj (Mahmoud) : p. 192
Teiletche (Jérôme) : p. 217
TELECOM CITY (société) : p. 198
Thizeau (Soudabeh-Kimy) : p. 200
Titres de créance : p. 28, p. 40
Tocqueville Finance (société) : p. 191
Topolanski (Alexandre) : p. 194
Trackers : voir OPCVM indicieux cotés
Transparence du marchés des obligations : p. 72

V

Valeurs mobilières :
 - ordonnance sur - du 24 juin 2004 : p. 92
VERNEUIL PARTICIPATIONS (société) : p. 199
Viau (Pascal) : p. 192
VIVENDI UNIVERSAL (société) : p. 196
Volatilité : p. 28, p. 33

W

WANADOO (société) : p. 106, p. 206
Wargny (Olivier) : p. 187
Witvoet (Gérard) : p. 187

Z

Zerbib (Laurent) : p. 194



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