AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS
AMF

Rapport
au Président de la République et au Parlement
2007

Le présent rapport couvre l'année 2007 et les premiers mois de 2008. Il a été réalisé par les services de l'AMF et achevé d'être rédigé le 18 avril 2008.

Il a été arrêté le 25 avril 2008 par Michel Prada, président de l'Autorité des marchés financiers, et par M. Jacques Delmas-Marsalet, Mme Martine Ract-Madoux, MM. Philippe Adhémar, Jean-Paul Redouin, Jean-François Lepetit, Jean de Demandolx Dedons, Jean-Michel Naulot, Bernard Esambert, Mme Marie-Ange Debon, MM. Bernard Field, Jean-Pierre Hellebuyck, Dominique Hoenn, Yves Mansion, Jean-Pierre Pinatton, Jean-Claude Mothié, membres du Collège. M. Michel Prada a eu l'honneur de le remettre à M. le Président de la République et à MM. les Présidents du Sénat et de l'Assemblée nationale, en application de l'article L. 621-19 du code monétaire et financier.

« En application de la loi du 11 mars 1957 (art. 41) et du code de la propriété intellectuelle du 1er juillet 1992, complétés par la loi du 3 janvier 1995, toute reproduction partielle ou totale à usage collectif de la présente publication est strictement interdite sans autorisation expresse de l'éditeur. Il est rappelé à cet égard que l'usage abusif et collectif de la photocopie met en danger l'équilibre économique des circuits du livre. »
© La Documentation française, Paris 2008
ISBN : 978-2-11-007034-0. DF-5 HC10470.

RÉPUBLIQUE FRANÇAISE

AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS
AMF

Le président

Paris, le 2 juin 2008

Monsieur le Président,

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

Vingt ans après la crise obligataire de 1987, l'année 2007 a été marquée par l'éclatement de la crise des *subprime* qui a provoqué, à partir de l'été, une rupture brutale dans les tendances, jusqu'alors favorables, des activités de marché, en France comme à l'étranger.

Par voie de conséquence, l'Autorité des marchés financiers a dû faire face aux graves difficultés provoquées par cette crise : elle s'est, tout d'abord, efforcée, en étroite coopération avec les autorités bancaires, d'en maîtriser les effets domestiques ; elle s'est employée, en outre, à participer activement aux travaux des instances internationales chargées d'analyser les dysfonctionnements des marchés financiers et de proposer les mesures de court et de moyen termes propres à y remédier et à en prévenir le renouvellement.

Parallèlement, l'AMF a activement contribué aux évolutions réglementaires que requiert l'adaptation de la Place de Paris à la nouvelle donne issue du plan d'action de la Commission européenne pour l'unification du marché européen des services financiers.

Chargée de veiller à la protection de l'épargne, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement du marché, elle a, enfin, assumé sans discontinuité les activités quotidiennes de visa, d'enregistrement, d'agrément, de surveillance et de discipline des nombreuses opérations soumises à son contrôle.

Dans la conduite de son action, l'AMF a mis en œuvre la démarche de « meilleure régulation » dont elle avait conçu le dispositif en 2006, en concertation avec les acteurs de la Place, et qui inspire, désormais, l'ensemble de ses initiatives et de son fonctionnement.

La comparaison des données de fin d'année rend mal compte, en 2007, d'une évolution marquée par un premier semestre, dans l'ensemble, prometteur, le second semestre effaçant, pour l'essentiel, les performances du début de l'année.

La capitalisation des entreprises cotées sur Euronext Paris s'établit, à la fin de l'année, à 1 874 milliards d'euros, en légère progression par rapport au 31 décembre 2006 et à un niveau voisin de celui du PIB de l'année.

L'érosion du nombre de sociétés cotées sur le marché réglementé (Eurolist) se poursuit : 707 sociétés à fin 2007, contre 730 à fin 2006. Elle est, cependant, compensée par le relatif succès du marché organisé Alternext, destiné aux valeurs moyennes de croissance : 111 sociétés cotées contre 75 à fin 2006. Paris est devenue la 6e capitalisation mondiale, derrière Londres et Shanghai. Les émissions nettes d'actions se sont élevées à 21 milliards d'euros, en légère progression par rapport à l'année dernière, situation qui

contraste avec le solde négatif de près de 630 milliards d'euros enregistré aux États-Unis du fait des montants élevés de rachats d'actions. Dans un contexte marqué par l'incertitude des tendances de marché et la crise financière des *subprime*, les volumes de transactions ont atteint des niveaux records et la volatilité s'est considérablement accrue. Les opérations de fusions-acquisitions ont atteint des niveaux également records, avant de se tarir sous l'effet de la perte de confiance associée à la crise.

Les marchés réglementés de produits dérivés ont connu une croissance significative et une activité soutenue qui contraste, comme celle des marchés d'actions au comptant, avec le gel progressif des marchés de gré à gré d'instruments de titrisation et de dette.

L'industrie de la gestion d'actifs pour compte de tiers a connu un premier semestre satisfaisant, avant de subir de plein fouet l'impact de la crise des *subprime*. Les encours gérés à la fin de l'année se sont ainsi établis à un niveau voisin de celui de la fin 2006, cependant que se poursuivait la progression du nombre de sociétés de gestion qui s'établit à 536 à la fin 2007.

La crise des *subprime* revêt plusieurs aspects.

Elle correspond, en premier lieu, à un ajustement sévère des tendances résultant d'une longue période d'abondance de liquidités associée au profond déséquilibre des échanges mondiaux. L'afflux de liquidités réinvesties aux États-Unis, coexistant avec un faible niveau d'inflation dû à la concurrence des pays à bas salaires, a pesé sur les taux d'intérêt, encouragé les investisseurs à rechercher des rendements accrus sans mesurer correctement le niveau de leurs risques, et favorisé le relâchement de la discipline du crédit, particulièrement des prêts hypothécaires, sans doute facilité par le recours massif aux techniques de titrisation.

Le transfert de risque s'est, en effet, développé à un rythme accéléré sur fond d'innovation financière, dans des conditions mal maîtrisées : le modèle *originate to distribute* a prospéré dans l'ambiguïté technique et juridique d'une titrisation incertaine et parfois opaque, d'un système de notation inapproprié, et d'une confiance excessive des investisseurs dans la qualité des produits et dans la robustesse des mécanismes de marché de gré à gré. L'AMF avait, dès 2005, en 2006 et, encore, début 2007, dans ses divers rapports et publications, notamment sur les agences de notation, appelé l'attention sur certains aspects préoccupants de cette évolution. L'éclatement de la bulle immobilière aux USA, provoquée par la hausse des taux d'intérêt, a déstabilisé l'ensemble du dispositif, ruiné la confiance des acteurs du marché et provoqué une spirale d'ajustement à la baisse des actifs titrisés. Contraintes par des dispositions contractuelles mal identifiées ou par un risque sérieux de réputation, les banques ont dû rapatrier massivement les instruments de titrisation dévalorisés dans leurs livres. Il en a résulté une crise de confiance, puis de liquidité, sans précédent, associée, dans certains cas, à une crise de solvabilité.

Les autorités de régulation financière ont vigoureusement réagi à cette conjoncture : les banques centrales et les autorités bancaires, tout d'abord, dont ce n'est pas ici le lieu de commenter le rôle central dans la gestion de la crise de liquidité et, dans certains pays, dans le traitement des défaillances bancaires ; les autorités de marché, également, qui sont intervenues pour rétablir la transparence et le fonctionnement normal du marché ainsi que pour préserver les intérêts des épargnants.

L'AMF s'est, pour sa part, mobilisée, en étroite concertation avec la Banque de France, et en lien avec les représentants de l'industrie de la gestion d'actifs, pour faire face aux premières manifestations de la crise en France qui ont affecté certains OPCVM, confrontés à des demandes de rachats soudaines et massives. Elle s'est attachée, dans la mesure du possible, à la préservation des intérêts des porteurs ainsi qu'à l'égalité de leur traitement, qu'il s'agisse des conditions de valorisation des actifs, de suspension des opérations de souscription et de rachat ou de liquidation de certains fonds.

L'AMF s'est, parallèlement, engagée dans les instances internationales chargées d'analyser la crise et de tenter d'y porter remède. Assurant la présidence du Comité technique de l'Organisation internationale

des commissions de valeurs, jusqu'en mai 2008, date de la Conférence annuelle organisée à Paris, elle a animé les travaux d'une *task force* constituée pour réagir à la crise des *subprime* qui a plus particulièrement centré ses réflexions sur les sujets de transparence, de valorisation et d'intégrité qui se posent aux différents stades de la titrisation. Elle a, également, participé à la relance des travaux de la *task force* de l'OICV sur le code de conduite des agences de notation. Membre, avec la Banque de France, du groupe de travail *ad hoc* du Forum de stabilité financière, elle a, enfin, participé à l'élaboration du rapport présenté au G7 d'avril 2008 et en partage les conclusions.

La régulation des opérations financières et de l'information des sociétés cotées a été marquée, l'année dernière, par la transposition des directives européennes, par certaines décisions importantes en matière de caractérisation de l'action de concert susceptible d'engendrer l'obligation de déposer une offre publique d'achat, par la poursuite de l'adaptation aux nouvelles normes comptables IFRS, et ce dans un contexte de relatif ralentissement de l'activité.

L'AMF, par application de sa méthode de meilleure régulation, s'est attachée à proportionner ses exigences à la taille des entreprises et à la nature des enjeux, sans, pour autant, perdre de vue les nécessités de la transparence, de la bonne gouvernance, et de l'intégrité des comportements. Elle a clairement marqué les limites en matière de prise de contrôle rampant, et prolongé les réflexions sur le fonctionnement de la démocratie actionnariale, qu'il s'agisse des conditions d'exercice des droits de vote, de la transparence des franchissements de seuil, ou de l'encadrement éventuel de l'activisme actionnarial par des entités inspirées par des considérations « court-termistes » et utilisant des méthodes détournées d'influence des assemblées générales sans prendre le risque économique de l'actionnaire. Elle a, également, pris en compte les données de la compétition entre places pour la cotation des sociétés étrangères en reconnaissant le compartiment professionnel d'Euronext Paris, en acceptant le dépôt des prospectus des sociétés américaines répondant aux normes de la SEC, et en signant un accord avec l'autorité de marché israélienne pour faciliter la cotation à Paris des entreprises israéliennes.

La régulation des prestataires de services d'investissement par l'AMF comporte un bloc exclusif de compétence sur la gestion d'actifs pour compte de tiers, et une compétence partagée avec les autorités bancaires en ce qui concerne les autres prestataires et les infrastructures de marché et de *post*-marché.

En ce qui concerne l'industrie de la gestion d'actifs, et par-delà l'impact de la crise financière, l'action de l'AMF a porté principalement sur trois axes d'amélioration :

> la simplification des procédures d'agrément et de visa, afin de responsabiliser les acteurs et de substituer, chaque fois que possible, une référence à des principes à un système de règles détaillées ;
> l'accent mis sur les conditions de commercialisation des produits, et, notamment, sur la transparence des frais de gestion et l'adéquation des informations à caractère commercial et des conseils à la nature et aux objectifs des clients ;
> la modernisation du cadre de régulation français, afin de favoriser le développement d'une offre française de « gestion alternative ».

S'agissant, plus généralement, des prestataires de services d'investissement, l'année 2007 a été marquée par la préparation à l'entrée en vigueur, effectivement accomplie à compter du 1er novembre 2007, de la directive sur les Marchés d'instruments financiers (la MIF) qui, d'une part, réforme en profondeur les règles d'organisation et de conduite que doivent respecter les intermédiaires et, d'autre part, abolit la règle de centralisation des ordres sur le marché réglementé. Il faut ici saluer la mobilisation de tous les acteurs du marché qui a permis à la Place de Paris de transposer, en temps et en heure, ces dispositions européennes novatrices et structurantes.

Les infrastructures de marché (bourses, systèmes électroniques de transactions, systèmes d'internalisation des ordres chez les grands intermédiaires) et de *post*-marché (la compensation, le règlement et la livraison des instruments financiers) connaissent une mutation juridique (la démutualisation, la mise en concurrence) technologique (l'électronisation) et industrielle (la concentration sur une base transfrontières) d'une ampleur sans précédent qui pose de nombreuses questions de réglementation, mais aussi d'intérêts stratégiques pour les places concernées. L'AMF a été très présente sur ces sujets, en coopération avec les autorités bancaires et avec ses homologues étrangers, pour accompagner les mutations en cours en préservant le bon fonctionnement des systèmes (Euronext Paris, LCH.Clearnet SA, Euroclear France) et les intérêts de la Place de Paris.

La fonction de surveillance et de discipline s'est exercée sans relâche en 2007. Le système automatisé de traitement quotidien des données de marché a traité 450 millions d'ordres et 107 millions de transactions, et engendré 39 000 alertes. Le système d'échange automatisé d'informations avec nos homologues européens est devenu opérationnel en novembre. Environ 200 contrôles et enquêtes approfondis ont été lancés. La Commission des sanctions a engagé 33 procédures qui ont donné lieu au prononcé de 65 sanctions à l'encontre de 39 personnes physiques et 26 personnes morales. Le dispositif de sanction mis en œuvre par le régulateur de marché a trouvé, au terme d'une évolution de vingt années, un équilibre satisfaisant. Redéfini lors de la création de l'AMF, il y a quatre ans, il est désormais parfaitement conforme aux exigences de la convention européenne des droits de l'homme et son modèle n'a d'ailleurs pas été étranger à la définition du dispositif européen retenu par la directive Abus de marché dont il respecte strictement les exigences. Il peut, sans doute, être encore amélioré et j'ai fait, à cette fin, des propositions au gouvernement dont j'espère la mise en œuvre prochaine. Il serait donc, à mon sens, inopportun et dangereux de le déstabiliser par de nouveaux changements en profondeur qui risqueraient d'en réduire l'efficacité et de ternir la réputation de la Place de Paris.

L'AMF a continué de développer ses actions de pédagogie en direction du public, notamment par le soutien apporté à l'Institut d'éducation financière du public créé à son initiative en avril 2006, ainsi que sa fonction de médiation et d'information du public en traitant près de 2 000 dossiers dont 493 de médiations.

Au moment où je rédige cette lettre de présentation, la France se prépare à assumer la présidence de l'Union européenne, la crise financière n'est pas achevée, et la compétition entre places financières ne se relâche pas.

Par-delà les améliorations ponctuelles qu'il est toujours possible de mettre en œuvre, je pense que le système français de supervision des marchés est, aujourd'hui, l'un des plus achevés parmi les pays avancés. L'efficacité de la relation entre les autorités bancaires, chargées de la supervision prudentielle des intermédiaires et l'AMF, chargée de veiller à l'intégrité, à la transparence et au bon fonctionnement des marchés, a fait ses preuves et se compare honorablement à celle des autres modèles. Au demeurant, l'essentiel de nos règles est désormais influencé, sinon dicté, par les normes internationales et plus spécifiquement européennes.

C'est donc à ce niveau qu'il faut faire valoir nos vues. Dans cette perspective, il est sans doute prioritaire que la présidence française soit l'occasion de consolider le dispositif européen de supervision dont les principes ont été établis sur la base du rapport « Lamfalussy ». Le bon fonctionnement du marché unique suppose, en effet, une capacité de pilotage du réseau de régulateurs nationaux beaucoup plus efficace que celle dont dispose actuellement le Comité européen de régulateurs de valeurs mobilières (le CESR).

En second lieu, il convient de concrétiser rapidement l'effort d'amélioration de l'attractivité de la Place de Paris, vigoureusement engagé sous la présidence du ministre de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi. Les améliorations relatives à son environnement fiscal et social, aux conditions d'accueil des cadres étrangers des institutions concernées et aux infrastructures de transport, seront, à cet égard, déterminantes.

Une place financière puissante et indépendante suppose, enfin, une solide base domestique. La France bénéficie certes d'un bassin d'épargne abondant. Mais elle souffre d'une sérieuse insuffisance de l'épargne investie à long terme, capable d'assurer le financement pérenne de ses entreprises cotées, aujourd'hui financées, pour près de 50 % de la capitalisation du « CAC 40 », par des investisseurs étrangers, par ailleurs bienvenus. Des progrès ont été accomplis en ce domaine depuis quelques années, mais de manière hésitante et discontinue. Ce devrait être le troisième axe d'une politique volontariste de développement de la Place de Paris au cours des prochains exercices.

En concluant la présentation de ce rapport annuel de l'Autorité de marchés financiers, le dernier que j'ai l'honneur de présenter, je tiens à rendre hommage à celles et à ceux auxquels nous devons un système de régulation efficace, équitable et performant :

- les quelque 370 agents qui forment les services opérationnels de l'AMF, qui réalisent un amalgame assez rare de savoirs et de talents complémentaires, issus majoritairement du secteur privé, mais aussi de diverses institutions publiques, et tous profondément dévoués à leur mission d'intérêt général ; sous la direction exceptionnelle de notre secrétaire général, Gérard Rameix, ils ont adhéré à la démarche de « meilleure régulation » et de contrôle interne, certes porteuse d'exigences nouvelles, mais aussi garante d'une régulation plus efficiente, mieux comprise et plus respectée ;
- les quelque cent membres de nos cinq Commissions consultatives qui ont accepté de nous apporter bénévolement le concours de leur expérience de terrain dans la préparation des évolutions réglementaires et dans le dessin des dispositifs pratiques qui régissent nos rapports quotidiens avec les acteurs du marché et avec leurs représentants ;
- les chercheurs de notre Conseil scientifique, français et étrangers, qui nous aident à interpréter les événements et à déceler les grandes tendances de l'avenir ;
- les douze membres de la Commission des sanctions qui, sous la conduite de Daniel Labetoulle et de Claude Nocquet, assurent la crédibilité finale de l'action du régulateur, sous le regard des juges d'appel qui, en confirmant le plus souvent leurs décisions, attestent de la robustesse de leurs procédures et de la sagesse de leurs délibérations ;
- mes quinze collègues du Collège, enfin, qui ont façonné l'AMF et conduit la régulation de notre marché financier selon les principes d'une collégialité inspirée par la recherche du consensus, nourrie par la diversité de leurs compétences et de leurs expériences et, enfin, constitutionnellement impartiale et équanime.

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

Michel Prada

AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

AMF

Faits & chiffres
2007

Présentation
de l'Autorité des marchés financiers

L'Autorité des marchés financiers est l'organisme public indépendant qui réglemente et contrôle les marchés financiers en France. Créée par la loi de sécurité financière du 1er 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). L'Autorité des marchés financiers comprend un Collège et une Commission des sanctions. Pour remplir ses missions, elle s'appuie sur l'expertise de cinq commissions consultatives, d'un conseil scientifique et de 355 collaborateurs ; elle bénéficie d'une large autonomie financière et de gestion.

Missions

Aux termes de la loi, l'Autorité des marchés financiers 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'Autorité des marchés financiers agit en coordination avec les autres autorités chargées du contrôle des professions financières et bancaires : Banque de France, Commission bancaire, Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles, Comité des entreprises d'assurance.

Dans un contexte de mondialisation des marchés financiers, l'Autorité des marchés financiers apporte également son concours à la régulation européenne et mondiale en participant aux instances internationales, et en coopérant avec ses homologues étrangers.

Compétences

Le domaine d'intervention de l'Autorité des marchés financiers concerne :

> les opérations et l'information financières des sociétés cotées ;
> les marchés financiers et leurs infrastructures ;
> les intermédiaires financiers (prestataires de services d'investissement, conseillers en investissements financiers, démarcheurs – en partage avec d'autres autorités de régulation financière[1]) ;
> les produits d'épargne collective.

Pouvoirs

L'Autorité des marchés financiers :

> édicte des règles ;
> délivre des autorisations ;
> contrôle et surveille les marchés ;
> sanctionne en cas de manquement.

Responsabilité

Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers est homologué par le ministre de l'Économie.

Les décisions de l'AMF sont susceptibles de recours devant les juridictions judiciaires ou administratives.

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

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

Comptes 2007

Produits d'exploitation : 54,87 millions d'euros.
Charges d'expoitation : 58,17 millions d'euros
Effectif moyen de l'année : 355 salariés.

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

Édito de Michel Prada, président de l'Autorité des marchés financiers

Vingt ans après la crise obligataire de 1987, la crise des « subprime » aura marqué l'année 2007 et fortement sollicité les autorités de marché. Pour l'Autorité des marchés financiers, cette quatrième année d'activité, après son installation en novembre 2003, restera aussi comme la première année de mise en œuvre opérationnelle de sa démarche de « Meilleure régulation », initiée en 2006.

La crise financière qui a débuté à la mi-2007 est, d'abord, la manifestation d'un sévère ajustement macroéconomique mondial, après plusieurs années de profonds déséquilibres monétaires, d'abondance de liquidités, de faibles taux d'intérêts, de faible inflation, et de relâchement, d'abord aux USA, puis dans la plupart des marchés « avancés », de la discipline du risque, associé à la manifestation débridée d'une avidité génératrice de comportements déviants. C'est, aussi, la première crise d'une désintermédiation fondée sur un vaste processus de transfert de risque hors la sphère des institutions bancaires régulées, mal maîtrisé par l'ensemble des acteurs du marché, crise qui s'est transformée, paradoxalement, en crise de liquidité, voire de solvabilité, du système bancaire des États-Unis et des principales économies occidentales.

En France, la crise s'est d'abord manifestée, au cours de l'été, par la déstabilisation de certains OPCVM, affectés par un mouvement soudain et inhabituel de demande de remboursements, lui-même provoqué par les diminutions de valeurs d'actifs consécutives aux ventes de *hedge funds* confrontés aux exigences des accords de financement avec leurs *prime-brokers*. Par la suite, la crise s'est reportée sur les banques, soit pour des raisons de nature technique initialement mal identifiées, soit pour des raisons de nature réputationnelle.

Dans cette circonstance, l'AMF, qui avait, dès 2005, appelé l'attention sur certaines évolutions préoccupantes des marchés, a été doublement sollicitée :

> au cours de l'été et des mois suivants, elle a veillé, avec les gérants d'OPCVM et leurs représentants, à ce que les décisions prises en France pour faire face à la crise soient toujours inspirées par la priorité donnée aux intérêts des porteurs, dans le strict respect de leur égalité de traitement ;

> les autorités de supervision financière étant mobilisées, dès l'automne, au niveau international, sous l'égide du Forum de la stabilité financière (le FSF), elle s'est fortement impliquée, *via* le groupe de travail *ad hoc* du FSF comme *via* la *task force* du Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs, dans les travaux relatifs à l'analyse de la crise et à la détermination des actions de court et moyen termes propres à y remédier et à en prévenir le renouvellement.

L'année 2007 a, par ailleurs, prolongé l'intense effort d'aggiornamento réglementaire consécutif à la transposition en droit français des directives européennes issues du plan d'action de la Commission européenne pour la construction d'un marché unique des services financiers.

La démarche de « Meilleure régulation » a été systématiquement mise en œuvre à cette occasion, qu'il s'agisse, en particulier, du chantier considérable de préparation à l'entrée en vigueur de la « MIF », la France ayant honoré sans difficulté le rendez-vous du 1er novembre, ou de nombreux ajustements de notre dispositif – notamment en matière de prospectus et de publicité des OPCVM, de contrôle de l'information des sociétés cotées, ou de modernisation du cadre de régulation de la multi-gestion alternative. Dans tous les cas, le changement a été conduit sur la base de consultations systématiques de la Place, et selon le principe de proportionnalité qui s'applique à l'analyse des risques et de la nature des acteurs concernés. C'est dans cet esprit que sont intervenues diverses innovations destinées à accroître l'attractivité de la Place de Paris, sans que soit, pour autant, compromis l'impératif de protection de l'épargne et d'intégrité du marché qui a inspiré l'action disciplinaire de l'AMF, comme certaines décisions importantes en matière de régulation des offres publiques.

Il est, d'ores et déjà, évident que l'année 2008 sera encore marquée par la crise financière dont la profondeur ne permet pas d'espérer une conclusion rapide.

Pour l'Autorité des marchés financiers, il s'agira donc de prolonger l'effort de maîtrise des effets de cette crise, en étroite coopération avec les autres autorités concernées, et plus particulièrement avec les autorités bancaires, en valorisant un modèle de régulation qui s'est avéré des plus performants dans l'épreuve.

Il s'agira également de poursuivre la mise à niveau de notre dispositif de protection de l'épargne, de promotion de la qualité de l'information financière et de garantie du bon fonctionnement du marché.

Il s'agira enfin de contribuer à l'amélioration de l'attractivité de la Place de Paris, dans le cadre du Haut Comité présidé par Madame Christine Lagarde, tant il est clair que la concurrence entre places et entre acteurs du marché ne cesse de s'intensifier et que la qualité de la régulation financière est une composante importante de ce jeu concurrentiel globalisé.

Sommaire

L'Autorité des marchés financiers

Édito de Michel Prada > 01

Faits marquants 2007 > 03

Programme de travail 2008-2009 > 06

La régulation des opérations et de l'information financières > 08

La régulation des marchés, des professionnels et des produits d'épargne collective > 09

La surveillance des marchés : contrôles, enquêtes et sanctions > 10

Le développement de la régulation financière sur les scènes française et internationale > 11

La pédagogie et la médiation > 12

Les commissions consultatives et le conseil scientifique > 13

Présentation du Collège de l'Autorité des marchés financiers > 14

Présentation de la Commission des sanctions > 15

Du contrôle à la procédure de sanction > 16

Organigramme des services de l'AMF > 17

Sommaire

Rapport annuel
Autorité des marchés financiers

Présentation de l'AMF 14
Organigramme des services de l'AMF 15
Présentation du Collège 16
Présentation de la Commission des sanctions 17

Chapitre 1

L'évolution des marchés financiers en 2007 18

1 – Les marchés d'actions 20
A – Malgré les turbulences financières, les performances boursières se sont maintenues jusqu'à la fin de l'année 20
B – L'activité sur les marchés d'actions a ralenti à partir de l'été 25

2 – Les marchés du crédit 34
A – Une année 2007 marquée par la crise des *subprime* 34
B – Des émissions de titres de dette freinées en milieu d'année par la remontée de l'aversion au risque 39
C – Les transactions sur le marché secondaire d'Euronext Paris 44

3 – Les marchés de produits dérivés 45
A – Une croissance forte des marchés de gré à gré, sous l'impulsion des produits dérivés de crédit 45
B – L'activité sur le LIFFE de NYSE Euronext 46

4 – Les produits de gestion pour compte de tiers 48
A – Malgré les turbulences financières, une croissance annuelle encore positive à la fin du 3e trimestre 48
B – La décollecte affecte quasiment tous les segments du marché de la gestion 49
C – La gestion d'actifs hors OPCVM coordonnés continue de croître 50

Chapitre 2

La régulation et la coopération internationales 54

1 – L'action de l'AMF au sein des organisations internationales 56
A – Le Forum de stabilité financière 56
B – L'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) 58
C – Le *Joint Forum* 60
D – Le Comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières (CESR) 61
E – Les relations avec les institutions communautaires 62
F – La coopération des régulateurs de NYSE Euronext 63

2 – La coopération internationale en matière d'information financière, de comptabilité et d'audit 64
A – Les travaux du CESR et la directive Prospectus 64
B – Les travaux du CESR et la directive Transparence 65
C – Les agences de notation 67
D – L'information comptable et l'audit 69

3 – La coopération internationale en matière d'intermédiaires et d'infrastructures de marché 77
A – Les travaux de l'OICV et du CESR sur les marchés et sur la directive MIF 77
B – Les travaux de l'OICV en matière de réglementation des intermédiaires de marché (SC3) 79
C – Les travaux en cours sur les activités de *post*-marché 80

4 – La coopération internationale en matière de gestion d'actifs 82
A – Les travaux de l'OICV sur la gestion d'actifs (SC5) 82
B – Les travaux communautaires et échanges bilatéraux : le groupe d'experts CESR-IM, la coopération avec la Commission européenne et la coopération bilatérale 85
C – La réforme de la directive relative aux OPCVM 86

5 – La coopération internationale en matière de surveillance et de discipline des marchés 87
A – La participation de l'AMF aux travaux de l'OICV 87
B – La participation de l'AMF aux travaux du CESR-Pol 88

6 – La coopération internationale en matière technique 90
A – Au niveau bilatéral 90
B – Au niveau multilatéral 91

Chapitre 3

Les opérations financières et la qualité de l'information 94

1 – L'évolution réglementaire et l'action de l'AMF en 2007 en matière de meilleure régulation 95
A – La finalisation de la transposition de la directive Transparence 95
B – Les impacts de la directive MIF 99
C – La réforme des « parachutes dorés » dans les sociétés cotées 101
D – La démarche de « Meilleure régulation » 102

2 – L'évolution de l'activité en 2007 (hors offres publiques d'acquisition) 107
A – Les opérations financières en 2007 107
B – Les questions soulevées par les opérations financières en 2007 112
C – Le suivi de l'information périodique et permanente 114

3 – La régulation des offres publiques d'acquisition 117
A – Les offres publiques en 2007 117
B – L'expertise indépendante 118
C – La doctrine 121
D – Les dérogations à l'obligation de dépôt d'un projet d'offre publique 127
E – Les contentieux 129

4 – Les aspects comptables 132
A – L'accompagnement de la transition aux IFRS par l'AMF 132
B – L'évolution de la réglementation comptable 132
C – L'instruction AMF n° 2007-05 sur l'information *pro forma* 139
D – La mise en place du nouveau CNC 140
E – Les relations entre l'AMF et le Haut conseil du commissariat aux comptes (H3C) 141
F – Les publications de l'AMF sur les questions relatives au commissariat aux comptes 143

Chapitre 4

Les prestataires de services, les produits d'épargne et les infrastructures de marché 144

1 – L'action de l'AMF en 2007 : évolution réglementaire et meilleure régulation 147
A – Le rôle du régulateur de marché dans le contexte de crise financière 147
B – L'amélioration de l'information des épargnants par l'analyse des documents commerciaux 148
C – L'adaptation du cadre réglementaire 148
D – La responsabilisation des professionnels 150
E – La prise en compte de la diversité des situations et l'amélioration du traitement opérationnel des dossiers 152
F – La diffusion des positions/de la doctrine de l'AMF 154

2 – Les chiffres clés et le bilan de l'activité des acteurs de la gestion d'actifs en 2007 156
A – Les sociétés de gestion de portefeuille 156
B – Les dépositaires d'OPCVM 160
C – Les autres prestataires de services d'investissement 161

3 – Les chiffres clés et le bilan de l'offre de gestion collective en 2007 162
A – Le bilan 2007 des OPCVM à vocation générale 162
B – Le bilan 2007 des autorisations de commercialisation d'OPCVM de droit étranger 166
C – Le bilan 2007 des OPCVM à statut particulier 169
D – Le bilan 2007 des autres véhicules d'épargne et biens divers 174

4 – L'évolution des infrastructures de marché 177
A – L'activité et la régulation de l'entreprise de marché Euronext 177
B – L'activité et la régulation de la chambre de compensation LCH.Clearnet SA 180
C – L'activité et la régulation du gestionnaire de système de règlement-livraison et dépositaire central Euroclear France 180

Chapitre 5

La surveillance et la discipline des marchés 182

1 – **La surveillance des marchés** 184

2 – **Le contrôle des prestataires de services d'investissement et des infrastructures de marché** 186
A – Les contrôles sur pièces 186
B – Les contrôles sur place 188

3 – **Les enquêtes** 190
A – L'origine et la typologie des enquêtes 191
B – La coopération internationale 192

4 – **Les transmissions à d'autres autorités** 193
A – Les transmissions aux autorités judiciaires 193
B – Les transmissions à des autorités de surveillance 194

Chapitre 6

La Commission des sanctions 196

1 – **L'activité de la Commission des sanctions en 2007** 197

2 – **Les décisions de la Commission des sanctions publiées en 2007 et leurs suites** 198

3 – **Les suites des décisions antérieures à 2007** 218

Chapitre 7

L'Autorité des marchés financiers et ses publics 228

1 – Le rapport du médiateur 229
A – Le Service de la médiation 229
B – L'année en chiffres 231
C – Les dossiers du médiateur 233
D – L'actualité de la médiation 241

2 – Les relations avec le grand public 245
A – Les actions pédagogiques en faveur du grand public 246
B – Les alertes des régulateurs 247
C – Le site internet : www.amf-france.org 248
D – Le Centre de documentation et d'information (CDI) 249

3 – Les relations avec les professionnels 251
A – Les consultations et la concertation avec la Place 251
B – Les actions d'information en direction des professionnels 264

4 – La coopération avec la Banque de France 265
A – Les échanges d'informations 266
B – La coopération locale 266
C – La collaboration sur la mission de contrôle des prestataires de services d'investissement 267

Présentation des comptes de l'Autorité des marchés financiers pour 2007

1 – Éléments généraux 269
2 – Situation financière de l'établissement 270
3 – Compte de résultat 271
4 – Bilan 275
5 – Annexes aux comptes 278
6 – Présentation des comptes de l'AMF 279

Faits marquants 2007

Pour une meilleure régulation : les actions déjà engagées

L'Autorité des marchés financiers avait arrêté, à l'automne 2006, une série d'objectifs opérationnels afin d'élaborer un cadre réglementaire équilibré qui assure la protection de l'épargne et accompagne le développement des activités financières en France. Au cours de l'année 2007, l'AMF s'est attachée à suivre chacun de ces objectifs en initiant, voire en finalisant, plusieurs chantiers d'importance.

Le renforcement de la protection de l'épargne et le dialogue avec les épargnants

Dans le but d'améliorer la qualité de l'information fournie aux investisseurs, l'AMF a publié en octobre 2007 une recommandation visant à rendre plus accessible et plus lisible le résumé du prospectus des sociétés faisant appel public à l'épargne.
Dans le domaine de la gestion d'actifs, l'AMF a pris la direction, aux côtés de la FSA britannique, du groupe du CESR chargé par la Commission européenne de faire des propositions afin de réformer le prospectus simplifié des OPCVM, dans la ligne des recommandations du rapport Delmas-Marsalet sur la commercialisation des produits financiers.

Les compétences de la commission consultative « Épargnants » de l'AMF ont été élargies. Cette commission a établi une liaison avec le Comité consultatif du secteur financier, et répond désormais en son nom propre aux consultations organisées par l'AMF ou par les instances internationales.
L'AMF a réalisé un diagnostic des documents publicitaires des produits financiers au regard des obligations issues de la directive MIF. À l'issue de cet examen, des principes destinés à guider le contrôle de ces documents publicitaires par les services de l'AMF ont été dégagés.

La clarification du cadre de travail avec les professionnels

Afin de clarifier et d'améliorer le cadre des relations avec les professionnels, l'AMF a précisé dans des chartes le rôle des commissions consultatives, ainsi que l'articulation de leurs travaux avec le dialogue que l'AMF conduit avec les associations professionnelles.

L'adaptation des textes et les procédures à la diversité des situations

Dans le domaine des opérations financières des sociétés cotées, l'AMF a conçu un compartiment de marché réservé aux admissions sans offre au public sur lequel les sociétés sont dispensées de certaines obligations. Ce compartiment, destiné aux professionnels, devrait permettre d'attirer à Paris de nouveaux émetteurs étrangers.

Un groupe de travail, présidé par Yves Mansion, membre du Collège de l'AMF, a publié une série de propositions destinées à adapter les procédures et les textes de l'AMF aux petites et moyennes capitalisations.

Une mission analogue, portant sur les sociétés de gestion entrepreneuriales, a été lancée par Jean de Demandolx, membre du Collège, et ses conclusions devraient être rendues publiques au cours du 1er semestre 2008.

Enfin, le groupe de travail piloté par Philippe Adhémar, membre du Collège, a publié ses propositions de réforme du cadre réglementaire de la gestion alternative destinées à assurer la compétitivité du régime français.

L'amélioration du traitement opérationnel des dossiers

Dans le domaine de la gestion collective, l'AMF a piloté un groupe de Place dont les propositions visent à simplifier les procédures d'agrément des OPCVM, en contrepartie d'une responsabilisation des sociétés de gestion sur la conformité de leur dossier. Ce dispositif est entré en vigueur entre janvier et mars 2008.

Une réflexion du même type a été engagée dans le domaine des opérations financières avec l'animation d'un groupe de travail par Bernard Field, membre du Collège de l'AMF, sur la mise en place d'une procédure d'instruction et de visa simplifiée pour les prospectus.

> Faits marquants 2007

L'accroissement de la transparence et l'efficacité du dispositif de contrôle et de sanction

L'AMF a élaboré une charte des contrôles effectués chez les prestataires de services d'investissement afin de faire connaître le cadre juridique des contrôles sur place et de poser des principes de bonne conduite que doivent respecter les inspecteurs de l'AMF et les personnes concernées pour en assurer le bon déroulement.

La loi n° 2007-1774 du 17 décembre 2007 est venue consolider le dispositif de sanction en instaurant une procédure permettant à une personne mise en cause de demander la récusation d'un membre de la Commission des sanctions si elle estime qu'il existe une raison sérieuse de mettre en doute l'impartialité de ce membre.

L'action à l'international

Outre son rôle actif au sein du Comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières (CESR), l'AMF est fortement impliquée dans les travaux de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) dont elle préside à la fois le comité technique et le comité permanent (SC5) dédié à la gestion d'actifs.

L'AMF a organisé en 2007, en partenariat avec les professionnels concernés, deux événements d'envergure autour de la gestion d'actifs avec son homologue chinois, la CSRC[1]. Une vingtaine de cadres de la CSRC et des gérants d'actifs chinois ont été accueillis pour une session de formation à la régulation de la gestion d'actifs. Une délégation de gérants français et de représentants du régulateur a animé un colloque de deux jours à Pékin devant plus d'une centaine de participants.

Un rôle actif pendant la crise financière

En France, la crise dite du *subprime* a touché, en premier lieu, certains des OPCVM ayant investi dans des actifs issus de la titrisation, généralement connus sous l'appellation *marketing* « monétaires dynamiques ». L'AMF a examiné la situation des fonds rencontrant des difficultés avec le souci constant de veiller à la préservation des intérêts et de l'égalité des porteurs de parts d'OPCVM, ainsi qu'à leur bonne information.

L'AMF, qui avait, dès 2005, attiré à plusieurs reprises l'attention des professionnels et des investisseurs sur les conditions d'utilisation de ce type d'instruments financiers issus de la titrisation, a engagé des réflexions sur les premiers enseignements à tirer de cette crise. Ces travaux, menés en concertation avec les professionnels, concernent, notamment, le contrôle des risques dans les sociétés de gestion, la qualité de l'information des porteurs de parts et la classification des OPCVM par l'AMF. Sur un plan international, l'AMF, en sa qualité de régulateur de marché, a apporté sa contribution aux réflexions d'ensemble conduites sur le sujet, notamment au sein du Forum de stabilité financière (FSF) et de l'OICV.

(1) *China Securities Regulatory Commission*

L'entrée en vigueur de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF)

La forte mobilisation des équipes de l'AMF et de l'ensemble de la Place concernant la mise en œuvre de la directive MIF a permis d'honorer le rendez-vous du 1er novembre 2007, date de son entrée en vigueur.

Sa transposition dans le règlement général de l'AMF a été finalisée en mai 2007 et a été faite de façon à garantir le cadre le plus harmonisé possible au plan européen. Les divergences, très peu nombreuses, ont été notifiées à la Commission européenne et largement discutées avec les professionnels concernés.

L'AMF a accompagné la transposition de la directive MIF en organisant cinq conférences qui ont réuni près de 700 professionnels. Une série de questions-réponses, destinées à éclairer la profession, a également été publiée sur le site internet de l'AMF en octobre 2007 et actualisée plusieurs fois depuis.

Les suites du rapport sur l'analyse financière indépendante

Le règlement général de l'AMF a été modifié afin de tenir compte des propositions du groupe de travail présidé par Jean de Demandolx Dedons, membre du Collège. Les analystes financiers indépendants disposent désormais de règles d'exercice professionnel, et un mécanisme de commission de courtage à facturation partagée a été introduit.

L'instruction relative à la présentation des informations financières *pro forma*

L'instruction n° 2007-05 du 2 octobre 2007 qui fixe les modalités d'application de l'article 222-2 du règlement général de l'AMF, modifié en janvier 2007, définit et précise les caractéristiques, le contenu et la localisation des informations financières *pro forma*.

Offres publiques et actions de concert

Dans le domaine des OPA, l'année 2007 a été marquée par deux décisions de non-conformité prises par l'AMF en raison de l'identification d'actions de concert non déclarées.

La modernisation de la fonction de dépositaire

Le règlement général de l'AMF a été modifié afin de définir un cadre opérationnel et adapté à la fonction de dépositaire d'organismes de placement collectif (OPC), compte tenu de l'évolution des techniques de gestion mises en œuvre au sein des OPC.

Mise en place du régime des OPCI

Le règlement général concernant les OPCI a été finalisé. Il précise les règles de constitution, d'agrément et de fonctionnement des OPCI, notamment en matière de souscription-rachat, de valeur liquidative, de frais et commissions et de gouvernance. Les premiers agréments de sociétés de gestion et d'OPCI ont eu lieu.

Programme de travail 2008>2009

Afin de donner aux acteurs une meilleure visibilité sur les principaux enjeux identifiés par le régulateur et sur les échéances correspondantes, l'AMF publie depuis avril 2006 un programme de travail structuré autour de ses missions-clés.

Opérations et informations financières

Meilleure régulation

Au cours de l'année 2008, l'AMF **mettra en œuvre la procédure d'instruction et de visa simplifiée** pour les opérations financières des sociétés cotées faisant suite aux travaux conduits par le groupe présidé par Bernard Field.

Elle **poursuivra ses actions pédagogiques en direction des valeurs moyennes et petites** dans la ligne du rapport du groupe de travail piloté par Yves Mansion.

L'Autorité engagera par ailleurs toute une série d'**évaluations des procédures** dont une portera sur **la pratique des contrats de liquidité** en tant que pratique de marché admise. Un bilan est attendu au cours du 2e semestre 2008. Concernant **le compartiment professionnel,** une première évaluation de cette réforme sera faite en fin d'année, notamment au regard de la typologie des sociétés cotées ou de produits.

Un groupe de travail, présidé par Bernard Field, s'attachera à **l'élaboration d'une doctrine en matière de franchissement de seuils**.

Travaux internationaux

La **transposition de la directive Transparence** (2004/109/CE) en droit français en 2007 continuera à avoir des implications avec l'entrée en vigueur de diverses mesures d'application (directive 2007/14/CE) début mars 2008 concernant, entre autres, les mesures d'équivalence pour les émetteurs des pays tiers.

La recommandation de la Commission européenne relative au **stockage centralisé des informations réglementées** devrait aboutir à la mise en place en France d'un système d'archivage au plus tard d'ici la fin 2008.

L'AMF participera également aux travaux de transposition de deux directives, l'une prévoyant que les sociétés cotées disposent d'un comité d'audit (directive 2006/43/CE) et l'autre prévoyant une déclaration annuelle relative au contrôle interne et au gouvernement d'entreprise (directive 2006/46/CE).

Gestion d'actifs et commercialisation des produits d'épargne

Meilleure régulation

Au cours du premier semestre 2008, la mission confiée à Jean de Demandolx Dedons portant sur **l'adaptation des procédures et des textes pour les petites sociétés de gestion** rendra ses conclusions. Sur la base de celles-ci l'AMF proposera de nouvelles évolutions pour mieux prendre en compte leurs spécificités.

A la suite du rapport du groupe de travail présidé par Philippe Adhémar, l'AMF **mettra en œuvre les propositions sur la multigestion alternative.** Ces réformes portent principalement sur les critères d'éligibilité des fonds sous-jacents, sur le renforcement de l'encadrement des diligences des gérants, et sur la gestion de la liquidité. Ces évolutions alimenteront la position de l'AMF dans les travaux en cours de l'OICV dans le domaine des fonds de *hedge funds*.

Commercialisation des produits d'épargne

Après la transposition de la directive MIF qui a redessiné le cadre de la commercialisation des produits financiers, et les précisions apportées par l'AMF en cohérence avec les orientations du rapport Delmas-Marsalet, l'AMF aura pour tâche d'achever le travail d'interprétation et de mener les premières évaluations de la bonne mise en œuvre de leurs nouvelles obligations par les PSI. Ce travail se fera en cohérence avec les solutions retenues par ses homologues et par les instances communautaires.

Conséquences de la crise des *subprime*

L'AMF tirera toutes les conséquences de l'impact de la crise de liquidité sur certains produits de titrisation et de dette sur l'encadrement des OPCVM, notamment monétaires. À l'issue de travaux de Place, l'AMF fera des propositions au plan national en vue d'une éventuelle adaptation des caractéristiques de ces fonds et de la manière dont elles sont présentées au public. Sur le plan international, l'AMF contribuera activement aux travaux conduits dans le cadre de l'OICV et du FSF.

Modifications de la directive OPCVM

Les travaux ouverts par la Commission européenne ont conduit début 2008 à des propositions de modifications de la directive OPCVM. L'AMF participera aux négociations visant à simplifier les mécanismes de passeport et à étendre les possibilités de rationalisation des structures dans le domaine de la gestion d'actifs.

Réforme du prospectus simplifié et autres travaux du CESR dans le domaine de la gestion d'actifs

Les travaux conduits sous la présidence de l'AMF et de la FSA [1] se poursuivront, en 2008/2009. Il s'agira d'approfondir certains enjeux techniques de la réforme et de tirer les conclusions de la phase de test dans laquelle s'est engagée la Commission sur la base de l'avis délivré par le CESR.

Intermédiation et infrastructures de marché

Mise en œuvre de la directive sur les marchés d'instruments financiers

Au cours de la période 2008-2009, l'AMF poursuivra **sa démarche d'accompagnement** de la mise œuvre de la directive MIF en actualisant ses questions-réponses. En concertation avec les acteurs de la Place, **elle analysera les impacts** de la directive MIF. Une étude resituant les enjeux des évolutions actuelles dans leur contexte réglementaire et analytique, à la croisée de réflexions académiques sur l'organisation des marchés (leur microstructure) et sur les stratégies des acteurs (économie industrielle), sera publiée au second semestre 2008.
Enfin, l'AMF **contribuera activement aux travaux du CESR** sur le sujet.

Les infrastructures *post*-marché

Tant à l'échelon national qu'à travers sa participation active au sein du groupe d'experts du CESR, l'AMF poursuivra, en liaison avec les acteurs concernés de la Place, une réflexion sur les structures du *post*-marché et les évolutions en cours afin de mieux en cerner les enjeux industriels comme les implications éventuelles pour sa réglementation.

Les travaux au sein du Collège des régulateurs d'Euronext

L'AMF prend une part active au travail du Collège des régulateurs d'Euronext [2]. Le Collège sera appelé à se prononcer sur les propositions de modification des règles d'Euronext répondant au développement souhaité par les entreprises de marché et, notamment, au 3e trimestre 2008, à la mise en place d'un carnet d'ordres véritablement unifié entre les places de Paris, Amsterdam et Bruxelles après l'entrée en vigueur de la plateforme ESES d'Euroclear sur ces trois places. Les régulateurs de part et d'autre de l'Atlantique prêteront en 2008 une attention particulière à l'évolution des systèmes informatiques des marchés réglementés placés sous leur responsabilité.

Les relations avec la SEC et la reconnaissance mutuelle

La SEC doit publier, possiblement au 2e trimestre 2008, un document de consultation précisant les champs et modalités d'application de la « reconnaissance mutuelle ». Une fois ce document disponible, l'AMF en examinera les conséquences à en tirer au regard de sa propre réglementation et des enjeux qui s'y attachent, tant pour ce qui concerne les intermédiaires que les entreprises de marché.

Surveillance de marché : contrôles, enquêtes et sanctions

Enquêtes et sanctions - Meilleure régulation

Conformément à sa volonté de renforcer les échanges avec les professionnels, l'Autorité organisera au cours du 2e semestre son premier **colloque de la Commission des sanctions.** Courant 2009, l'AMF publiera un recueil **annoté de la jurisprudence de la Commission des sanctions.**

Accroître l'efficacité du processus de sanction

L'AMF avait annoncé fin 2006 sa volonté d'aménager la procédure de sanction en proposant le relèvement du plafond de certaines sanctions pécuniaires et l'instauration d'un recours de l'AMF à l'encontre des décisions de la Commission des sanctions. Elle avait aussi indiqué son intention de poursuivre les travaux permettant de créer une procédure de transaction qui pourrait prendre la forme d'une composition administrative rendue publique. Ces sujets ont fait l'objet de nouveaux débats avec les autorités de tutelle et l'AMF espère qu'ils trouveront une issue positive courant 2008.

(1) FSA : *Financial Services Authority*, régulateur britannique.
(2) AFM néerlandaise, AMF, CBFA belge, CMVM Portugaise et FSA britannique.

La régulation des opérations et de l'information financières

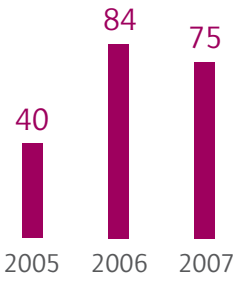
L'Autorité des marchés financiers réglemente les opérations financières et l'information diffusée par les sociétés cotées. Ces sociétés ont l'obligation de tenir le public informé de leurs activités, de leurs résultats et de leurs opérations financières. L'AMF supervise et contrôle l'information financière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

Chiffres clés **2007**

Visas délivrés par l'AMF sur des notes d'information sur opérations[1]	**446**
Enregistrement de documents de référence	**368**
– dont déposés et contrôlés a posteriori	***268***
Introductions de sociétés sur Eurolist	**13**
Admissions de sociétés sur Alternext	**25**
Sociétés assignées devant le Tribunal de grande instance aux fins de publication de leurs comptes	**2**

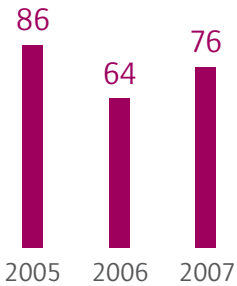
(1) Hors visas annulés et décisions de conformité sur les offres publiques qui emportent décisions de visas.

NOMBRE D'INTRODUCTIONS ET D'ADMISSIONS



Source : Euronext Paris

NOMBRE D'OFFRES PUBLIQUES



Source : AMF

OPÉRATIONS ET INFORMATIONS FINANCIÈRES
Taux de dépôt de documents de référence : **57 %**

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.

L'AMF veille à ce que les sociétés faisant appel public à l'épargne diffusent, dans les 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 établis par les émetteurs d'instruments financiers : prospectus, notes d'information, documents de référence, documents de base, notes d'opération, etc.

Selon les cas, ces documents sont soit visés par l'AMF avant leur diffusion, soit déposés à l'AMF qui les contrôle *a posteriori*.

Pour protéger les intérêts des actionnaires, l'AMF se prononce également sur la conformité des projets d'offres publiques.

Elle veille, par ailleurs, à ce que les communications à caractère promotionnel liées à une opération financière soient clairement reconnaissables en tant que telles et ne comportent pas d'indication de nature à induire le public en erreur.

La qualité de l'information financière

L'AMF s'assure que les sociétés cotées communiquent le plus tôt possible au public toute information significative susceptible d'avoir un impact sur les cours de bourse. Elle contrôle également le respect par les sociétés de leurs obligations d'information annuelle, semestrielle et trimestrielle.

Elle publie sur son site internet 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.

Chaque année, depuis que la loi de sécurité financière n° 2003-706 du 1er août 2003 l'en a chargée, l'AMF publie un rapport et formule des recommandations sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne des sociétés faisant appel public à l'épargne afin d'améliorer l'information délivrée au marché.

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

L'Autorité des marchés financiers encadre le fonctionnement des marchés et édicte les règles de bonne conduite applicables aux professionnels placés sous son contrôle. Elle réglemente la gestion d'actifs en autorisant la création des produits d'épargne collective, en agréant les sociétés de gestion et en approuvant les programmes d'activité de gestion pour compte de tiers.

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.

Elle 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 agrée les sociétés de gestion de portefeuille lors de leur création après avoir apprécié la compétence et l'honorabilité des dirigeants ainsi que l'adaptation des moyens dont elles disposent. L'AMF détermine les conditions d'exercice des activités de conservation et d'administration des instruments financiers. Elle délivre un avis à l'attention du CECEI 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 (CIF) et agrée les associations professionnelles chargées de la défense de leurs droits et de leurs intérêts, de la mise en place de règles de bonne conduite et du contrôle du respect par leurs adhérents de ces règles et de la formation des CIF. Elle surveille, enfin, les démarcheurs agissant pour le compte de sociétés de gestion.

L'encadrement des produits d'épargne collective

L'AMF autorise la création des OPCVM (SICAV, FCP, FCPR, FCPI, FCPE, FCIMT, FIP, etc.). Elle examine, notamment, l'information contenue dans le prospectus qui doit être remis à toute personne souhaitant investir dans ces produits. Ce document contient des informations essentielles : modalités de fonctionnement, performances passées, frais, caractéristiques et risques spécifiques du produit, etc.

Elle surveille aussi les OPCVM pendant leur durée de vie, en vérifiant, notamment, la clarté de l'information diffusée aux investisseurs, qu'il s'agisse des rapports annuels, de lettres d'information ou de tout document publicitaire. Elle contrôle, enfin, d'autres produits d'épargne collective : FCC, SCPI, OPCI, SOFICA, SOFIPÊCHE, SEF.

Chiffres clés **2007**

Entités soumises au contrôle de l'AMF au 31 décembre 2007

Sociétés de gestion **536**

Prestataires de services d'investissement (autres que sociétés de gestion) **415**

Agréments délivrés en 2007

Agréments de sociétés de gestion **52**

Approbations sur des programmes d'activité **58**

Avis sur des programmes d'activité portant sur des services d'investissement autres que la gestion pour compte de tiers et/ou le service de tenue de compte conservation **19**

Approbations de programmes d'activité de gestion pour le compte de tiers (PSI autres que sociétés de gestion) **1**

OPCVM généraux

OPCVM existants au 31.12.2007 ..... **12 063**

Nombre d'agréments délivrés en 2007 ..... **831**

Encours ..... **1 246 mds d'€**

GESTION DE L'ÉPARGNE

Pourcentage de sociétés agréées en moins de 75 jours : **83 %**

La surveillance des marchés : contrôles, enquêtes et sanctions

L'Autorité des marchés financiers assure la surveillance quotidienne du bon fonctionnement des marchés français. Elle dispose de pouvoirs d'enquête et de contrôle et travaille en coordination avec d'autres autorités françaises et étrangères chargées du contrôle des professions bancaires et financières. Elle peut sanctionner toute personne dont les pratiques sont contraires aux règles en vigueur.

Chiffres clés **2007**

Le bilan de la surveillance et de la discipline des marchés

Nombre de contrôles sur place auprès de prestataires de services d'investissement	105
Nombre d'enquêtes ouvertes	92
Nombre d'enquêtes terminées	96

Le bilan de la Commission des sanctions

Nombre de procédures de sanctions menées à terme	28
Nombre de personnes sanctionnées en 2007	65
Dont personnes morales	26

INTERMÉDIATION
Pourcentage de contrôles menés en moins de 6 mois : **58 %**

ENQUÊTES
Part des enquêtes clôturées en moins de 12 mois : **87 %**

SANCTIONS
Proportion de dossiers présentés à la Commission des sanctions donnant lieu à sanction : **85 %**
Part des procédures devant la Commission des sanctions clôturées en moins de 12 mois : **51 %**

Une mission de surveillance

L'AMF surveille :

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

Un pouvoir de contrôle

L'AMF contrôle (sur pièces et sur place) :

- l'ensemble des entreprises agréées pour exercer des services d'investissement ainsi que leurs collaborateurs ;
- Euronext Paris ;
- le système de règlement-livraison et le dépositaire central ;
- les chambres de compensation ;
- les conseillers en investissements financiers (CIF) ;
- les démarcheurs des sociétés de gestion.

L'AMF peut 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'irrégularité, le secrétaire général de l'AMF peut ouvrir une enquête pour identifier les auteurs d'éventuelles infractions boursières (opérations d'initiés, manipulations de cours, diffusions de fausses informations, etc.), qu'elles soient le fait d'une société cotée, d'un investisseur particulier ou institutionnel, d'un professionnel du marché ou de toute autre personne.

Un pouvoir de sanction

Un rapport d'enquête est transmis au Collège de l'AMF qui peut décider de notifier des griefs aux personnes mises en cause, et de saisir la Commission des sanctions ou toute autre autorité compétente. Après une procédure contradictoire, la Commission des sanctions statue sur les faits et peut prononcer une sanction pécuniaire et/ou professionnelle.

La coopération internationale

Afin de renforcer l'efficacité de la surveillance des opérations effectuées sur les marchés financiers européens, les membres du CESR (Comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières) ont créé un groupe – CESR Pol – chargé de faciliter leurs échanges d'informations. De plus, l'AMF a adhéré à l'accord multilatéral de coopération de l'OICV visant à faciliter les échanges d'informations lors d'enquêtes internationales.

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

L'AMF contribue, aux côtés d'autres acteurs publics et privés, au maintien de la confiance dans les marchés et participe au développement de la Place française au sein de l'Europe financière intégrée. L'AMF s'attache également à renforcer sa présence dans les instances internationales de régulation financière afin de promouvoir l'intégrité et l'efficience des marchés financiers dans le contexte de la globalisation.

L'AMF et la Place de Paris

La création de l'Autorité des marchés financiers en 2003 a constitué un événement 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 : un rôle actif sur la scène internationale

L'AMF, comme la COB avant elle, 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. 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, du *Joint Forum* et de l'IFREFI.

L'AMF a accueilli du 26 au 29 mai 2008 la 33e Conférence annuelle de l'OICV à Paris. Au cours de cette manifestation, les régulateurs et les acteurs des marchés financiers internationaux ont fait le point sur les évolutions récentes dans les différents domaines de la régulation des activités financières : l'organisation des marchés, les questions liées à la gestion d'actifs, à l'information financière et au gouvernement d'entreprise, les stratégies et les enjeux des intermédiaires. Cela a également été l'occasion pour l'OICV de revenir sur l'actualité récente des marchés, de présenter ses priorités.

MONDIAL

L'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), créée en 1983, associe les autorités de contrôle des marchés financiers au niveau mondial. Elle compte 189 membres. L'AMF fait partie du Comité technique, qu'elle préside jusqu'en mai 2008, et du Comité exécutif de l'OICV.

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, la Banque mondiale, l'OCDE, ainsi que les organisations internationales de régulateurs et la BCE. Le FSF comprend 41 membres.

EUROPÉEN

Le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CESR) regroupe les autorités de régulation des marchés financiers de l'Espace économique européen (EEE). Le CESR compte 29 membres.

Le Comité des régulateurs d'Euronext réunit les 5 régulateurs de marché des pays où Euronext est présent : l'AMF (France), l'AFM (Pays-Bas), la CBFA (Belgique), la CMVM (Portugal) et la FSA (Royaume-Uni). En janvier 2007, les régulateurs d'Euronext ont signé un accord de coopération avec la SEC américaine dans le cadre du rapprochement NYSE-Euronext.

BILATÉRAL

L'AMF a signé 39 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 (44 signataires).

FRANCOPHONE

L'Institut francophone de la régulation financière (IFREFI), créé en juin 2002 sous l'impulsion de l'AMF, 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 est composé de 16 membres représentant 28 pays.

La pédagogie et la médiation

L'Autorité des marchés financiers complète son activité de réglementation, d'autorisation, de contrôle et de discipline par des actions de pédagogie et de médiation au bénéfice des épargnants. 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.

Chiffres clés **2007**

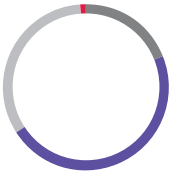
Nombre de dossiers reçus

2 155 demandes, dont **1 449** dossiers de consultation, et **706** demandes de médiation.

Nombre de dossiers clôturés

En 2007, il a été répondu à **1 268** demandes de consultation et **493** dossiers de médiation ont été traités dont **66 %** ont abouti à un accord.

RÉPARTITION DES MÉDIATIONS PAR THÈME



- 19 % Émetteurs + Fonctionnement général des marchés + Instruments financiers
- 47 % Produits collectifs + Gestion sous mandat
- 33 % Réception Transmission d'ordres
- 1 % Rôle du régulateur : démarchage, conseil en gestion de patrimoine et en investissement financier, organismes de contrôle/tutelle/défense

RÉPARTITION DES CONSULTATIONS PAR THÈME

- 62 % Émetteurs + Fonctionnement général des marchés + Instruments financiers
- 18 % Produits collectifs + Gestion sous mandat
- 5 % Réception Transmission d'ordres
- 11 % Rôle du régulateur : démarchage, conseil en gestion de patrimoine et en investissement financier, organismes de contrôle/tutelle/défense
- 4 % Divers

L'information du public

L'AMF propose au 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 gérer au mieux son épargne ;

> l'intégralité des textes de référence dans les domaines d'intervention du régulateur – directives, lois, décrets et textes de l'AMF ;

> deux bases de données :

– la base « Décisions et informations financières » rassemble les informations communiquées par les sociétés cotées, les accès à leurs sites internet ainsi que les informations publiées par l'AMF relatives aux opérations financières concernant ces sociétés (OPA, franchissements de seuils, etc.) ;

– la base OPCVM « Geco » regroupe les informations relatives aux OPCVM (prospectus, valeurs liquidatives) et aux sociétés de gestion (agrément, programme d'activité, produits gérés, etc.) agréés par l'AMF ;

> l'accès aux fichiers des conseillers en investissements financiers et à celui les démarcheurs bancaires ou financiers, permettant de vérifier les agréments et habilitations de ces professionnels ;

> une rubrique recensant les alertes diffusées par l'AMF concernant les offres de produits et de services d'investissement non autorisés en France et présentant différents cas d'arnaque tout en expliquant aux investisseurs comment s'en prémunir.

L'AMF met à la disposition du public les permanences téléphoniques :

> du Centre de documentation, pour les questions d'ordre général sur le fonctionnement des marchés financiers ;

> du Service de la médiation, pour des questions sur des sujets plus spécifiques tels que les opérations sur titres, les obligations d'information des sociétés cotées, les règles applicables à la gestion pour compte de tiers, la transmission et la réception d'ordres de Bourse ainsi que sur la tenue de compte conservation de titres.

L'AMF dispose également d'un réseau décentralisé dans les régions *via* les délégations de la Banque de France.

La médiation

Au sein de l'AMF, le Service de la médiation a pour principales missions d'une part de répondre aux consultations, d'autre part, de régler à l'amiable les litiges individuels qui lui sont soumis. Ces litiges concernent des professionnels (intermédiaires, sociétés cotées) et le plus souvent des investisseurs particuliers. Ils concernent tous les domaines de compétence de l'AMF. La procédure de médiation, encadrée par une charte, est confidentielle, gratuite, contradictoire et non contraignante ; chacune des parties pouvant y mettre fin quand elle le souhaite. Les deux parties conservent le droit de saisir les tribunaux. Depuis le 1er novembre 2007, la saisine du médiateur suspend la prescription de l'action civile et administrative.

Les commissions consultatives et le conseil scientifique

La volonté de dialogue et de concertation est à l'origine de la création, en février 2004, de cinq commissions consultatives et de l'organisation de nombreuses et régulières consultations de Place *via* des groupes de travail *ad hoc*. Les travaux de l'AMF bénéficient aussi de la réflexion des membres de son conseil scientifique.

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'avoir un impact sur les champs d'activité de l'AMF ;
- initier des travaux de recherche en lien avec les préoccupations du régulateur.

Afin de participer à la diffusion de ces travaux, l'AMF organise un colloque annuel du conseil scientifique. Sa deuxième édition s'est tenue à Paris en mai 2007, en partenariat avec la SEC américaine, sur le thème de l'impact de la réorganisation des places financières.

Les cinq commissions consultatives

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'en animer les travaux et d'en rapporter les résultats.

Chaque commission mène sa réflexion autour d'un thème qui lui est propre :

- la commission « organisation et fonctionnement du marché » est présidée par Jean-Michel Naulot ;
- la commission « activités de compensation, de conservation et de règlement-livraison », est présidée par Dominique Hoenn ;
- la commission « activités de gestion financière » est présidée par Philippe Adhémar ;
- la commission « opérations et information financières des émetteurs » est présidée par Yves Mansion ;
- la commission « épargnants et actionnaires minoritaires » est présidée par Jean-Claude Mothié.

Composition du **conseil scientifique de l'AMF**

Michel Aglietta (Université Paris-X Nanterre),
Michel Albouy (Université Grenoble PMF -ESA),
Noël Amenc (EDHEC),
Patrick Artus (IXIS-CIB),
Christian de Boissieu (Université Paris-I),
François Champarnaud (Agence des participations de l'État),
Patricia Charlety (ESSEC),
Jean-Michel Charpin (INSEE),
Olivier Davanne (associé DPA Conseil),
Thierry Foucault (HEC),
Olivier Garnier (Société Générale *Asset Management*),
Édith Ginglinger (Université Paris-Dauphine),
Christian Gourieroux (Université Paris-IX et ENSAE),
Carole Gresse (Université Paris-Dauphine-CEREG),
Ruben Lee *(Oxford Finance Group)*,
Jean-François Lepetit (président du Conseil national de la comptabilité),
François-Serge Lhabitant (HEC Université de Lausanne),
Albert Menkveld *(Vrije Universiteit Amsterdam)*,
André Orléan (CNRS),
Olivier Pastré (Université Paris-VIII, GP Banque),
Jean-Charles Rochet (Université de Toulouse-Institut d'économie industrielle),
Benn Steil *(Council on Foreign Relations)*,
Pierre Jaillet (Banque de France),
Xavier Vives *(IESE Business School)*.

présentation du
Collège de l'AMF

Le Collège de l'Autorité des marchés financiers comporte seize membres. Le Collège est l'organe décisionnel de l'AMF. Ses compétences portent sur : l'adoption des nouvelles réglementations ; les décisions individuelles (conformité des offres, agréments, visas, etc.) ; l'examen des rapports de contrôle et d'enquête ; l'ouverture de procédures de sanction ou d'injonction ; la suspension d'activité, en cas d'urgence, des professionnels contre lesquels une procédure de sanction est engagée ; l'arrêté du budget et l'approbation du compte financier de l'AMF, etc.

1

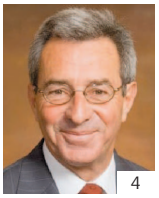
1 – **Michel Prada**
Président, nommé par décret du président de la République.

2

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

3

3 – **Martine Ract-Madoux**
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

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

6

6 – **Jean-François Lepetit**
Président du Conseil national de la comptabilité.

7

7 – **Jean de Demandolx Dedons**
Désigné par le président du Sénat.

8

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

9

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

10

11

12

13

14

15

16

10 – **Marie-Ange Debon**
11 – **Bernard Field**
12 – **Jean-Pierre Hellebuyck**
13 – **Dominique Hoenn**
14 – **Yves Mansion**
15 – **Jean-Pierre Pinatton**

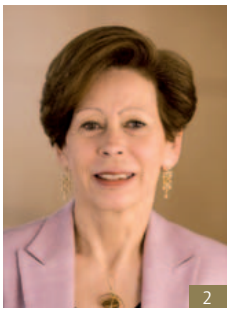
Désignés par le ministre de l'Économie, après consultation des organisations représentatives des sociétés industrielles et commerciales dont les titres font l'objet d'appel public à l'épargne, des sociétés de gestion d'organismes de placement collectifs et des autres investisseurs, des prestataires de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

16 – **Jean-Claude Mothié**
Désigné par le ministre de l'Économie, après consultation des organisations syndicales et des associations représentatives.

Xavier Musca
Commissaire du gouvernement, directeur général du Trésor et de la politique économique.

présentation de la Commission des sanctions

La Commission des sanctions comporte douze 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 qui sont de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché. Elle statue sur les griefs qui lui sont transmis par le Collège de l'AMF. Elle dispose d'une totale autonomie de décision dans l'accomplissement de sa mission.



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

2 – **Claude Nocquet-Borel**
Désignée par le premier président de la Cour de cassation.
Président de la deuxième section.

section 1
section 2

3 – **Jacques Bonnot**
Désigné par le vice-président du Conseil d'État.

4 – **Marielle Cohen-Branche**
Désignée par le premier président de la Cour de cassation.

5 – **Antoine Courteault**
6 – **Alain Ferri**
7 – **Jean-Claude Hanus**
8 – **Nomination en cours**
9 – **Pierre Lasserre**
10 – **Jean-Pierre Morin**
11 – **Joseph Thouvenel**
12 – **Jean-Jacques Surzur**

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.

Xavier Musca
Commissaire du gouvernement,
directeur général du Trésor et
de la politique économique.

du contrôle à la procédure de sanction

Schéma récapitulatif de la fonction répressive

1 – 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'une enquête ou d'un contrôle auprès d'une entité réglementée.

Il habilite les enquêteurs et établit les ordres de mission qui précisent l'objet de l'enquête.

> 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 observations.

2 – OUVERTURE DES POURSUITES

Après examen du rapport d'enquête, le secrétaire général de l'AMF le transmet 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 :
- par des professionnels, à leurs obligations définies par les lois, règlements et règles professionnelles approuvées par l'AMF ;
- par toute autre personne dont les pratiques contreviennent à la règlementation.

> 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 observations.

> 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 étrangères.

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 à l'égard desquels une procédure de sanction est engagée.

3 – PROCÉDURE DE SANCTION

Le président du Collège adresse aux personnes mises en cause une notification de grief accompagnée du rapport de contrôle ou d'enquête.

> Le président transmet la notification des griefs au président de la Commission des sanctions[1].

> 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[2]. Le rapporteur consigne par écrit le résultat de ses travaux dans un rapport qui est communiqué à la personne mise en cause[3].

> La personne mise en cause est convoquée devant la Commission des sanctions (ou la section)[4].

> En cas de sanction, la décision est notifiée aux personnes concernées*. La Commission peut décider de rendre publique la décision en la publiant dans les publications qu'elle désigne, notamment au BALO, dans la Revue mensuelle ou sur le site internet de l'AMF.

(1) Les personnes mises an cause disposent d'un délai d'un mois (deux 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.
(2) 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.
(3) 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.
(4) La personne mise en cause dispose d'un délai de quinze jours francs pour faire connaître, par écrit, ses observations sur le rapport.
* La décision de sanction est communiquée au commissaire du Gouvernement et au président de l'AMF qui en rend compte au Collège. Si la décision concerne un PSI autre que société de gestion de portefeuille, elle est notifiée au CECEI et à la CB.

organigramme des services de l'AMF

Agent comptable
G. Menanteau

Gérard Rameix,
secrétaire général

Déontologue
P. Rivière

Contrôle interne
F. Collard,
chef de service

Conseiller auprès du secrétaire général
H. Toutée

Secrétaire général adjoint
F. Roussel

Médiation
M. Guidoni,
chef de service

C. Saidani,
adjoint

Communication
C. Anglade-Pirzadeh,
chef de service

F. Gaubert,
adjoint

Directeur
S. Baranger

Direction des affaires comptables

E. Cunin,
adjoint
P. Parent,
adjoint

Secrétaire général adjoint
B. Gizard

Direction des prestataires, de la gestion et de l'épargne

Prestataires et produits d'épargne
P. Leclerc-Glorieux,
chef de service
J.-Y. Gérardin,
adjoint
I. Cardon,
adjoint

Contrôle des prestataires et des infrastructures de marché
M. Yates,
chef de service
C. Balençon,
adjoint études
et doctrine

Secrétaire général adjoint
B. de Juvigny

Direction des émetteurs

Suivi et contrôle de l'information financière
E. Blum-Biraud,
adjoint
F. Priouret,
adjoint

Offres publiques conformité et suivi
B. Durupt,
adjoint

Doctrine coordination documentation recettes
L.-Q. Tran Van
adjoint

Secrétaire général adjoint
H. Reynier

Direction de la régulation et des affaires internationales

Régulation de l'intermédiation et des infrastructures de marché
B. Doumayrou,
chef de service
W. Smith, Adjoint

Affaires internationales
X. Tessier,
chef de service
F. Buisson, Adjoint

Régulation de la gestion d'actifs
A. Oseredczuk

Régulation de l'information et des opérations financières
P. Aguesse

Département études
F. Pansard

Directeur
H. Dallérac

Direction des enquêtes et de la surveillance des marchés

Enquêtes
L. Combourieu,
chef de service
N. Patel,
adjoint

Surveillance des marchés
D. Barbier,
chef de service

Conseil juridique
F. Ducloz

Direction de la gestion interne et des ressources humaines

Collège et Commission des sanctions
B. Letellier,
chef de service
M.-P. Janicot, adjoint

Administration et ressources humaines
G. Bontemps,
chef de service
B. Plaut, adjoint
administratif
et financier
C. Castanet,
adjoint Ressources
humaines

Système d'information
F. Paysant,
chef de service
Y. Holly, adjoint
T. Vallat, adjoint

Instruction et contentieux des sanctions
B. Garrigues,
chef de service

Direction des affaires juridiques
O. Douvreleur,
directeur
L. Colli-Patel, adjoint
Gestion et PSI
P. Choquet, adjoint
Opérations
financières

Contacts

Service de la communication

Tél. : 01 53 45 60 25
Courriel : contact@amf-france.org

Centre de documentation

Tél. : 01 53 45 62 00
(du lundi au jeudi 9 h 30 à 12 h 30 et de 14 h 30 à 16 h 30)
Courriel : centrededoc@amf-france.org

Service de la médiation

Tél. : 01 53 45 64 64
(mardi et jeudi de 14 heures à 16 heures)
Courrier postal : à l'attention de Mme Madeleine Guidoni
Autorité des marchés financiers
17, place de la Bourse
75082 Paris cedex 02

Des formulaires de saisine sont disponibles sur le site internet de l'AMF dans la rubrique « Médiateur ».

Site internet **www.amf-france.org**

AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS
AMF

17, place de la Bourse – 75082 Paris Cedex 02 – France
Tél. : 01 53 45 60 00 – Fax : 01 53 45 61 00

Avril 2008 – Conception et réalisation : **avant**garde 01 45 74 61 61

Chapitre 1

L'évolution des marchés financiers en 2007

1 – Les marchés d'actions 20

2 – Les marchés du crédit 34

3 – Les marchés de produits dérivés 45

4 – Les produits de gestion pour compte de tiers 48

Les marchés financiers ont connu en 2007 une nouvelle année d'expansion en dépit du choc causé par la crise des *subprime*. En particulier, le marché des fusions et acquisitions, de même que les volumes de titres échangés, ont atteint des niveaux records. Les turbulences financières se sont toutefois traduites par un très net recul des performances et de l'activité, au second semestre, sur l'ensemble des segments de marché et par une décollecte qui a affecté le secteur de la gestion collective. Dans un environnement marqué par le rebond de la volatilité et la remontée de l'aversion pour le risque, les émissions d'obligations convertibles et l'activité sur les marchés de produits dérivés ont en revanche connu une progression particulièrement marquée, moindre, néanmoins, sur les compartiments de dérivés ayant directement souffert de la crise tels les dérivés de crédit.

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

	2006	2007
Capitaux levés lors des introductions	9,8	3,3
Émissions de titres de capital[1]	27,1	31,0
Émissions de titres de créance[2]	119,7	114,2
> dont État	*61,8*	*57,0*
> dont émetteurs privés	*57,8*	*57,2*
Marchés boursiers des valeurs françaises		
Capitalisations (données fin d'année)	**2 671,7**	**2 690,6**
Actions (sociétés cotées sur Eurolist)	1 841,6	1 874,4
Obligations[3]	830,1	816,2
Transactions[4]	**1 538,9**	**1 995,7**
Actions (sociétés cotées sur Eurolist)	1 534,8	1 991,8
Obligations[3]	4,1	3,9
Nombre de sociétés cotées sur Eurolist	**730**	**707**
Placements collectifs (SICAV + FCP)[5]		
Actifs gérés au 31 décembre[6]	1 343,4	1 351,6
Nombre de Sicav et FCP au 31 décembre	8 092	8 243

Source : AMF-Euronext Paris

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

(2) Sont ici considérées toutes les émissions de l'État et des émetteurs privés sur Euronext Paris (y compris les émetteurs d'obligations foncières).

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

(4) Transactions *Electronic Order Book*.

(5) SICAV : sociétés d'investissement à capital variable. FCP : fonds communs de placement. Ces données ne comprennent pas les FCPE (fonds communs de placement d'entreprise) ni les SICAVAS, SICAV ayant pour objet la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières émises par l'entreprise.

(6) Calcul effectué sur la base du dernier actif net connu.

Comme en 2006, le Département des études de l'AMF a attaché une attention toute particulière à l'analyse des comportements des individus en matière d'épargne. Ont ainsi été étudiées, notamment, les raisons pour lesquelles les actionnaires individuels adoptent des stratégies de détention sous-optimales, ainsi que les grandes tendances et les perspectives des supports de placement des ménages. Par ailleurs, une étude sur les stratégies des bourses a été réalisée, dans un contexte de profonde mutation des structures et de la régulation des marchés d'actions, illustrée notamment par l'entrée en application, le 1er novembre 2007, de la directive Marchés d'instruments financiers (MIF) et la poursuite des rapprochements entre entreprises de marché et bourses de valeurs comme le NYSE et Euronext. Enfin, dans un environnement conjoncturel marqué par l'éclatement de la crise des marchés immobilier et hypothécaire américains et de sa transmission, à des degrés divers, à l'ensemble des compartiments des marchés financiers, la question de la notation des RMBS *(Residential Mortgage Backed Securities)* américains a fait l'objet d'une analyse approfondie(1).

1 – Les marchés d'actions

Les marchés d'actions ont connu en 2007 une nouvelle année d'expansion, tant en termes de valorisation (notamment dans les zones émergentes) que d'activité. En particulier, le montant des opérations de fusions et acquisitions ainsi que les volumes échangés sur les bourses ont atteint des niveaux historiquement élevés. Les turbulences engendrées par l'éclatement de la crise des *subprime* au cours de l'été 2007 ont néanmoins eu des répercussions notables sur les marchés d'actions au second semestre, caractérisées par un mouvement de correction des indices boursiers et un net ralentissement de l'activité sur les marchés primaires.

A – Malgré les turbulences financières, les performances boursières se sont maintenues jusqu'à la fin de l'année

1 > Les grandes phases de l'année 2007

Les indices boursiers ont connu des évolutions très contrastées tout au long de l'année 2007, marquée par l'éclatement de la crise des *subprime* à l'été (graphique 1).

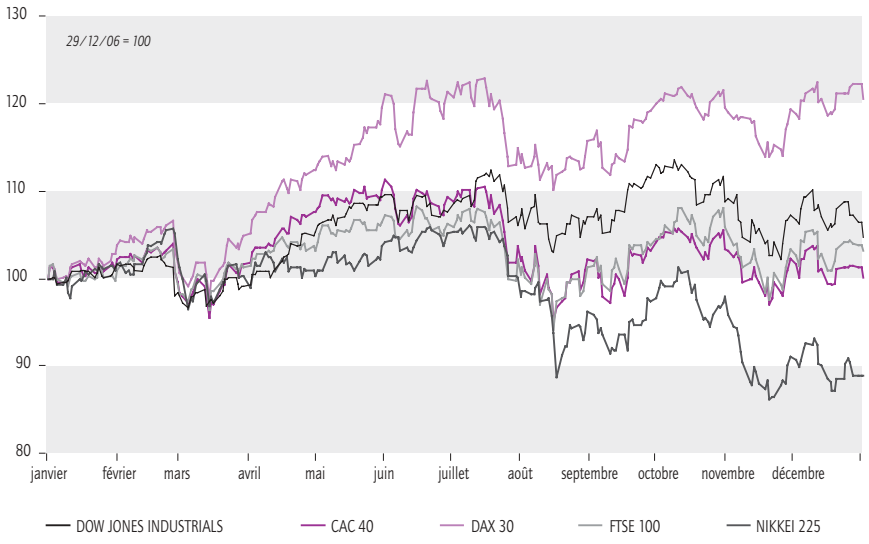
Toutefois, les marchés d'actions avaient déjà connu une première alerte lorsque, fin février, un mouvement de correction, brutal mais bref et aux conséquences finalement limitées, s'est produit. Parti d'Asie, et plus précisément de la Bourse de Shanghai, il s'est très rapidement propagé aux bourses occidentales. À l'origine de ces turbulences figurent les anticipations de durcissements réglementaires et d'un retournement des marchés d'actions en Chine (l'indice Shanghai SE Composite affichait encore le 26 février une progression de près de 140 % sur un an) ainsi que les craintes d'un ralentissement brutal de l'économie américaine, lié à la dégradation des marchés immobiliers et hypothécaires aux États-Unis.

Pour autant, sur l'ensemble du premier semestre, les marchés d'actions ont enregistré des progressions substantielles, soutenus par la bonne orientation des profits des sociétés, la robustesse de l'économie mondiale et le dynamisme du marché des fusions et acquisitions. Entre le début janvier et la mi-juillet, les principaux indices boursiers affichaient ainsi des hausses de plus de 10 %, voire de près de 23 % pour le *Dax*.

Cette dynamique extrêmement favorable, observée, en fait, depuis l'été 2006, a pris fin à la mi-juillet avec l'éclatement de la crise des *subprime.* Circonscrite dans un premier temps aux marchés obligataires, cette dernière s'est rapidement propagée aux marchés d'actions et interbancaires. Entre la mi-juillet et la mi-août, les indices *Dow Jones* et *Dax* concédaient ainsi respectivement 8 et 10 %. De son côté, le CAC 40 est revenu au mois d'août sous le seuil des 5 300 points, retrouvant ainsi son

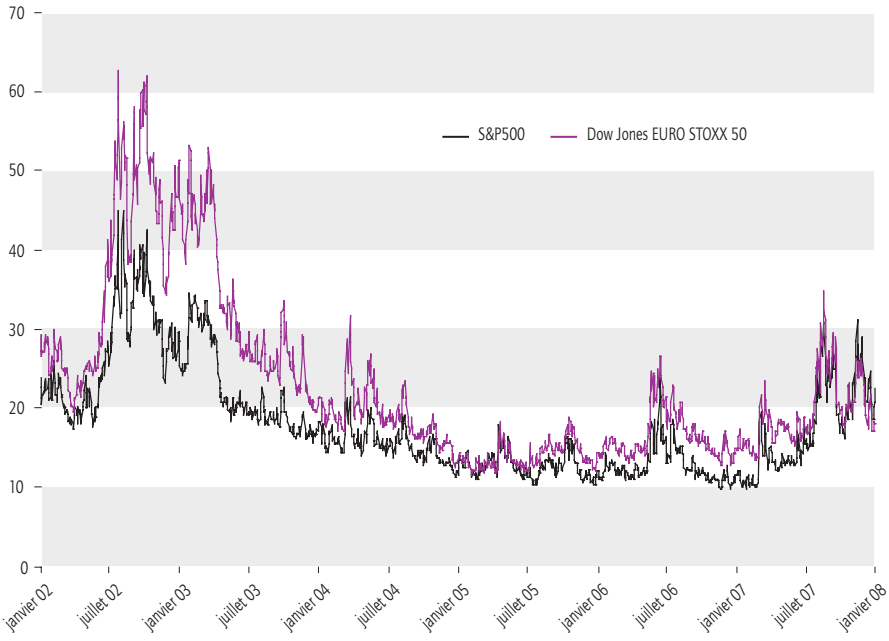
(1) Ces études ont été publiées dans la Lettre économique et financière, les Cahiers scientifiques et la revue Risques et Tendances, disponibles sur le site internet de l'AMF, dans la rubrique « Publications > Lettres et cahiers ».

Graphique 1 : évolution des principaux indices boursiers en 2007



Source : Thomson Financial

Graphique 2 : volatilité implicite

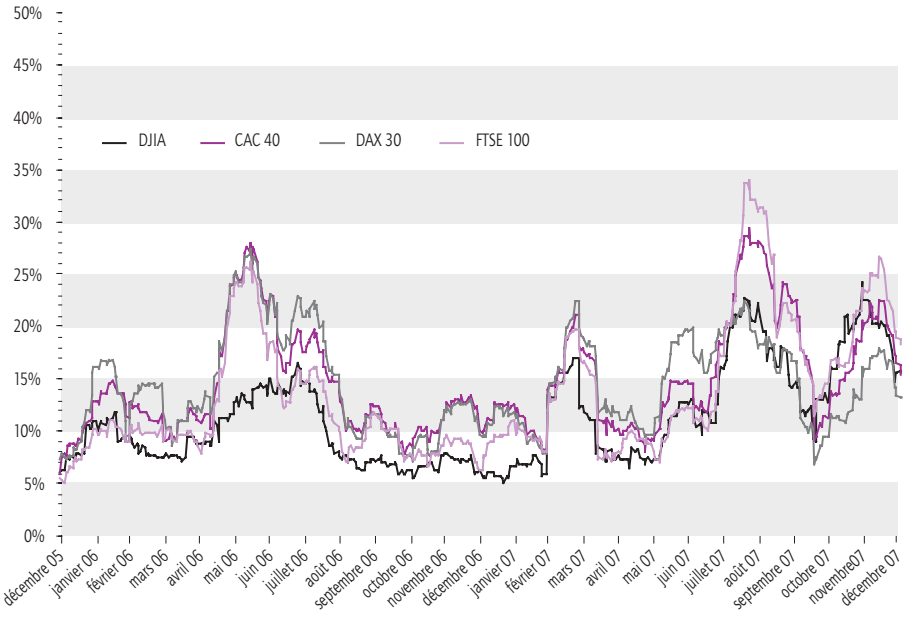


Source : Thomson Financial

niveau de la fin 2006, alors qu'il avoisinait encore les 6 200 points un mois auparavant, soit une baisse de 14 %.

Sur la dernière partie de l'année, les marchés ont évolué en dents de scie. Si l'injection immédiate et massive de liquidités par les banques centrales et la publication d'indicateurs rassurants concernant la situation de l'économie américaine ont permis un rebond des indices entre la mi-août et la fin septembre, l'incertitude concernant l'ampleur et l'impact de la crise hypothécaire, ainsi que la hausse des cours du pétrole à des niveaux records ont pesé sur les valorisations en toute fin d'année. Les turbulences financières enregistrées à partir de l'été se sont traduites par une remontée significative de la volatilité historique et implicite des indices boursiers à des niveaux toutefois sans rapport avec ceux observés en 2002 (graphiques 2 et 3).

Graphique 3 : volatilité historique



Source : Thomson Financial, calculs AMF

2 > Des disparités géographiques et sectorielles très marquées

En dépit de la dégradation de l'environnement économique et financier au cours de l'année, les marchés d'actions ont, dans leur ensemble, continué de progresser en 2007, à des rythmes toutefois largement inférieurs à ceux de l'année 2006. Mesurée par les indices *Morgan Stanley Capital International* (MSCI) exprimés en monnaies locales, leur valorisation au niveau mondial s'est accrue de 5,2 %, soit un niveau très en deçà des performances atteintes en 2006 (tableau 1).

Ce constat global masque toutefois des disparités géographiques très marquées car il reflète, avant tout, la situation des pays développés. Pour leur part, en effet, les marchés émergents, notamment asiatiques et latino-américains, ont affiché des performances remarquables (+ 30,4 %), très largement supérieures à celles des pays développés (+ 2,8 %) mais également à celles qu'ils avaient enregistrées en 2006 (+ 25,6 %).

Tableau 1 : performances comparées par zone géographique (indices MSCI, %)

	En monnaies locales		En dollars		En euros	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007
INDICE MONDE	14,4	5,2	18,8	9,6	6,3	- 1,1
PAYS DÉVELOPPÉS	13,5	2,8	18,0	7,1	5,5	- 3,4
AMÉRIQUE DU NORD	13,3	4,4	13,3	5,7	1,4	- 4,7
ZONE EURO	19,0	5,3	33,0	16,8	19,0	5,3
PACIFIQUE	9,6	- 3,4	10,4	3,5	- 1,2	- 6,6
MARCHÉS ÉMERGENTS	25,6	30,4	29,2	36,5	15,6	23,1
ASIE	24,4	35,9	29,8	38,3	16,1	24,7
AMÉRIQUE LATINE	33,7	32,2	39,3	46,9	24,6	32,5
EUROPE DE L'EST	37,1	17,9	43,6	23,7	28,5	11,5

Source : MSCI

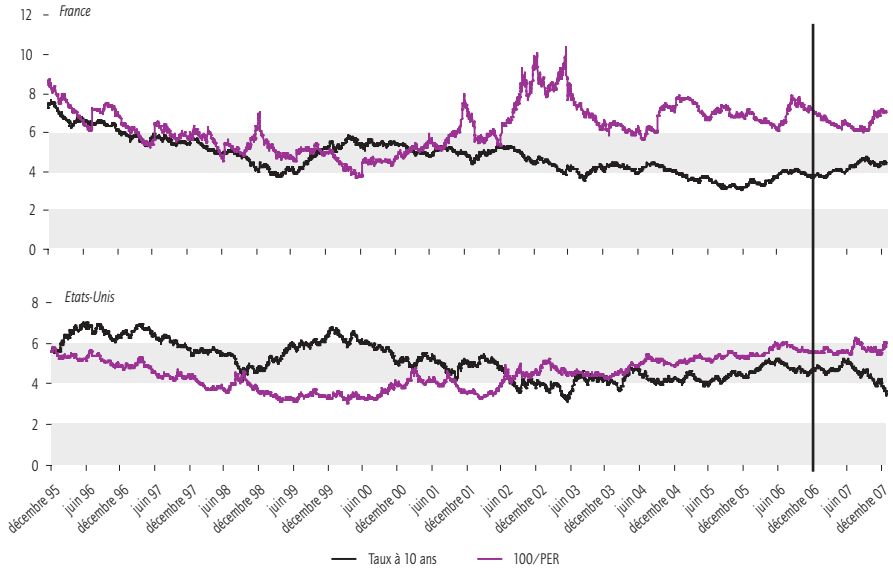
Au sein des pays développés, les performances se sont aussi révélées très hétérogènes, même si la plupart des indices boursiers ont terminé l'année en hausse. En Europe, notamment, alors que l'indice MIB30 s'est replié de 6,5 %, le DAX30 a affiché une progression de 22 %, contre 1,3 % pour le CAC 40 en France, où les valorisations sont demeurées très attractives (graphique 4). Aux États-Unis, les indices S&P500 et Dow Jones ont progressé de respectivement 3,5 % et 6,4 %. Enfin, le Nikkei a enregistré une baisse de 11,1 % (tableau 2).

Tableau 2 : performances des marchés d'actions

	31/12/07	Maximum depuis 10 ans	Date	2007	2006	2005
				en pourcentage		
DJIA	13 264,8	14 164,5	09/10/07	6,4	16,3	- 0,6
S&P 500	1 468,4	1 565,2	09/10/07	3,5	13,6	3,0
NASDAQ	2 652,3	5 048,6	10/03/00	9,8	9,5	1,4
CAC 40	5 614,1	6 922,3	04/09/00	1,3	17,5	23,4
DAX 30	8 067,3	8 105,7	16/07/07	22,3	22,0	27,1
FTSE 100	6 456,9	6 930,2	30/12/99	3,8	10,7	16,7
MIB 30	38 885,0	51 093,0	06/03/00	- 6,5	17,5	13,3
DJ EURO STOXX 50	4 399,7	5 464,4	06/03/00	6,8	15,1	21,3
DJ STOXX 600	364,6	405,5	06/03/00	- 0,2	17,8	23,5
NIKKEI 225	15 307,8	20 833,2	12/04/00	- 11,1	6,9	40,2

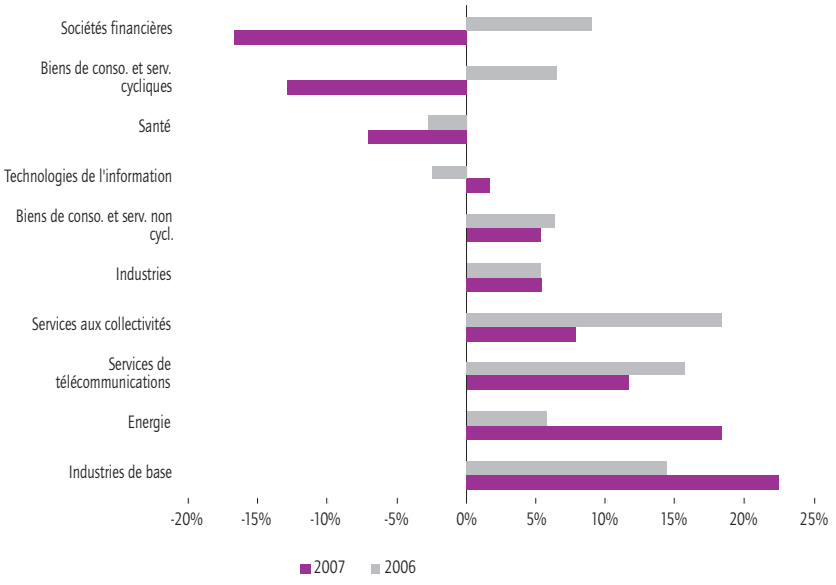
Source : Thomson Financial

Graphique 4 : niveau de valorisation des actions – États-Unis et France



Source : Thomson Financial, calculs AMF

Graphique 5 : évolution annuelle des indices sectoriels MSCI – Monde (en euros)



Source : MSCI

D'un point de vue sectoriel, les écarts de performance se sont également creusés en 2007 (graphique 5). L'incertitude portant sur le degré exact d'exposition des banques au risque de crédit *subprime* et sur l'impact macroéconomique de la crise, ainsi que les craintes d'un ralentissement de l'activité aux États-Unis et en Europe ont particulièrement affecté les valeurs bancaires et, dans une moindre mesure, celles des services cycliques. À l'inverse, les secteurs de l'énergie et des industries de base, soutenus par le renchérissement des matières premières, de même que les valeurs défensives des services aux collectivités, ont enregistré des progressions remarquables.

3 > Les capitalisations boursières ont au total progressé à un rythme mesuré

La capitalisation boursière des actions domestiques de la plupart des places financières occidentales a connu une croissance modérée en 2007 (tableau 3). Celle d'Euronext, en augmentation de 2,5 % à 2 883 milliards d'euros en fin d'année, et la hausse de l'euro ont hissé ce marché au troisième rang mondial derrière le NYSE et la Bourse de Tokyo. Autre fait remarquable, grâce à une activité sur les marchés primaires et à des valorisations très bien orientées, les Bourses de Shanghai et de Bombay ont rejoint celle de Hong Kong dans le classement des dix plus importantes capitalisations mondiales.

Tableau 3 : classement mondial 2007 des capitalisations d'actions domestiques

Rang	Bourse	Montant en milliards d'euros	Variation sur un an en euros	Variation sur un an en monnaie locale
1	NYSE	10 705,2	- 8,5 %	1,5 %
2	Tokyo SE	2 962,4	- 15,3 %	- 12,0 %
3	Euronext	2 882,6	2,5 %	2,5 %
	dont Euronext Paris	1 874,4	1,8 %	1,8 %
4	Nasdaq	2 745,3	- 6,3 %	3,8 %
5	London SE	2 634,6	- 8,4 %	1,5 %
6	Shanghai SE	2 526,9	263,1 %	302,7 %
7	Hong Kong Exchanges	1 815,6	39,6 %	54,8 %
8	TSX Group	1 495,6	16,0 %	28,6 %
9	Deutsche Börse	1 440,0	15,9 %	28,6 %
10	Bombay SE	1 244,3	100,4 %	122,1 %

Sources : *World Exchange Federation* (WFE) et Euronext Paris

B – L'activité sur les marchés d'actions a ralenti à partir de l'été

L'activité est restée dynamique en 2007 sur la plupart des places financières avant qu'un net ralentissement devienne toutefois perceptible à partir de l'été sur les marchés primaires.

1 > Le marché des introductions s'est asséché sur les places occidentales

L'activité sur le marché des introductions en bourse s'est nettement infléchie à Paris en 2007 : leur nombre s'est en effet inscrit en recul de 22 % et, surtout, le montant des capitaux levés lors de ces opérations s'est effondré, passant de près de 10 milliards d'euros en 2006 à moins de 3,5 milliards d'euros en 2007 (tableau 4).

Moins nombreuses, les introductions ont en effet essentiellement concerné les compartiments des petites et moyennes valeurs et Alternext, le nombre d'introductions sur le compartiment A d'Eurolist passant pour sa part de 7 en 2006 à 4 en 2007.

Tableau 4 : nombre d'introductions (transferts inclus) et capitaux levés lors des introductions sur les marchés boursiers européens[1] (en milliards d'euros)

	London Stock Exchange		Deutsche Börse		Euronext		Euronext Paris	
	Nombre	Capitaux levés	Nombre	Capitaux levés	Nombre	Capitaux levés	Nombre	Capitaux levés
2005	566	23,9	19	4,0	54	17,2	42	13,6
2006	513	42,4	75	8,7	109	21,4	84	9,8
2007	372	36,8	49	8,5	92	9,7	65[2]	3,3

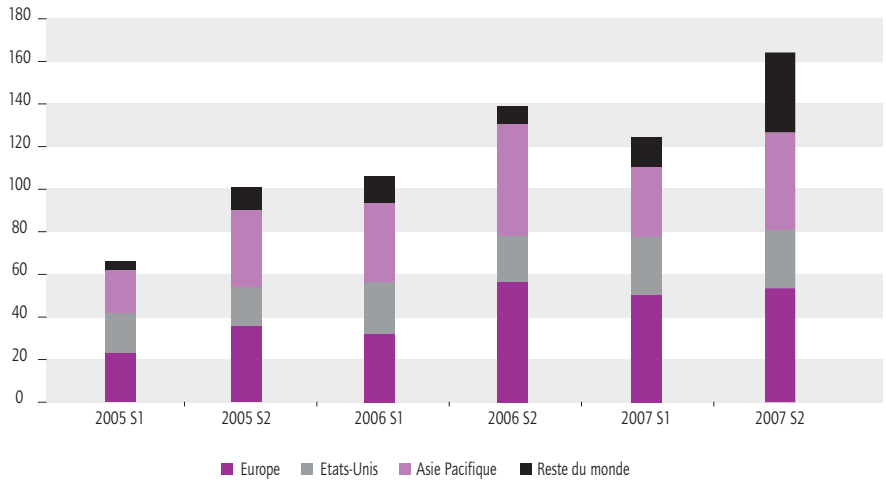
Sources : LSE, DBAG, Euronext

(1) LSE : AIM inclus ; DBAG hors *Freiverkehr*, *Open Market-Entry Standard* inclus ; Euronext hors Marché libre, Alternext inclus.

(2) Sur les 65 introductions enregistrées en 2007, 38 ont donné lieu à la délivrance d'un visa de l'AMF (voir *infra* chapitre 3, p. 107).

Le ralentissement de l'activité sur le marché primaire a concerné l'ensemble des places financières occidentales au second semestre, contrairement aux zones émergentes, notamment asiatique (graphique 6).

Graphique 6 : capitaux levés lors des introductions en bourse par zone géographique (en milliards de dollars)



Source : Bloomberg

En dépit de cette inflexion conjoncturelle, le nombre des sociétés cotées en bourse a continué de progresser sur les principales places financières, à l'exception notable d'Euronext et du NASDAQ (tableau 5).

Tableau 5 : nombre de sociétés cotées[1]

	London Stock Exchange	Dont AIM	Deutsche Börse	Dont Open Market Entry Point	Euronext	Paris	Dont Alternext Paris	NASDAQ	NYSE
2005	3 091	1 399	784	20	1 279	769	20	3 164	2 270
2006	3 240	1 634	836	76	1 285	805	75	3 133	2 280
2007	3 274	1 694	866	112	1 274	818	111	3 067	2 291

Sources : *World Exchange Federation,* Bloomberg, sources nationales

(1) LSE : AIM inclus, DBAG Open *Market-Entry Standard* inclus. Euronext, Alternext inclus.

2 > Les émissions de sociétés déjà cotées se sont infléchies au second semestre

Après une année 2006 particulièrement dynamique, les émissions de titres de capital des sociétés cotées à Paris sont restées soutenues en 2007, atteignant 30,6 milliards sur Eurolist[2] (soit une progression de 13 % par rapport à l'année précédente, tableau 6). Le fléchissement des augmentations de capital, qui doit sans doute en partie être relié au ralentissement de l'activité sur le marché des fusions et acquisitions, a été plus que compensé par le rebond des levées d'options et des émissions d'obligations convertibles (voir *infra*), dans un contexte boursier caractérisé par une augmentation de la volatilité et des niveaux de valorisation proches de leur maximum historique.

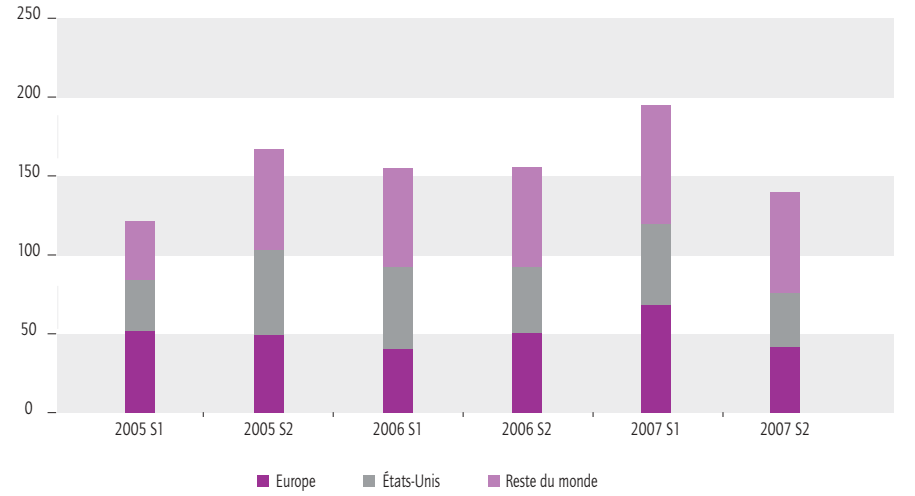
Tableau 6 : émissions brutes de titres de capital sur Eurolist à Paris – hors introductions (en millions d'euros)

	2004	2005	2006	1er sem. 2007	2e sem. 2007	Total 2007	Variation 07/06
Augmentations de capital en numéraire	3 928,4	4 882,3	17 243,5	6 798,5	4 290,0	11 088,4	-35,70 %
Réservées aux salariés	736,3	2 050,9	2 929,0	1 069,9	2 630,7	3 700,5	26,34 %
Autres réservées	2 850,4	665,8	2 263,0	251,6	1 457,3	1 708,9	- 24,49 %
Paiement du dividende en actions	520,0	802,4	299,1	1 761,2	213,8	1 975,0	560,3 %
Exercice de bons de souscription	1 274,6	3 689,9	1 078,0	876,4	1 236,0	2 112,4	95,96 %
Levées d'options	1 281,6	1 986,2	3 258,8	5 939,2	4 087,9	10 027,1	207,69 %
Total	10 591,3	14 077,5	27 071,5	16 696,8	13 915,5	30 612,3	13,08 %

Source : Euronext, calcul AMF

(2) 31 milliards d'euros si l'on inclut Alternext.

Graphique 7 : émissions d'actions au niveau mondial par les sociétés cotées hors introductions (en milliards de dollars)



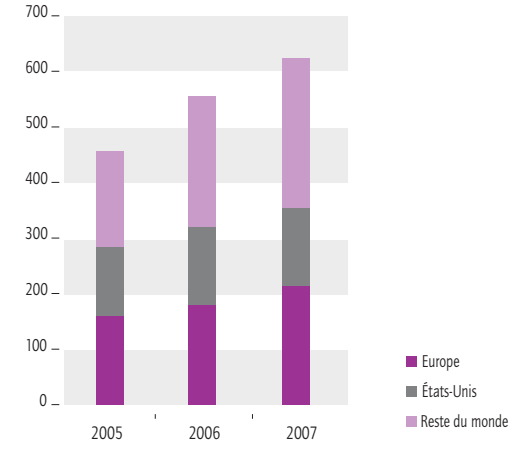
Source : Bloomberg

D'une manière générale, l'activité est apparue très dynamique au premier semestre avant de connaître une nette inflexion sur la seconde partie de l'année (graphique 7). Au niveau mondial, les émissions d'actions ont, en 2007, avoisiné 330 milliards de dollars, soit une hausse de 8 % par rapport à 2006.

3 > Le financement des sociétés par les marchés d'actions

Au total, l'ensemble des financements des sociétés sur les marchés d'actions, autrement dit la somme des émissions et cessions d'actions réalisées lors des introductions et les émissions «secondaires» effectuées par les sociétés déjà cotées, se sont élevées en France à 34 milliards d'euros en 2007, niveau légèrement inférieur à celui atteint en 2006. Compte tenu des annulations d'actions effectuées en cours d'année (13 milliards d'euros), les émissions nettes d'actions auront été de 21 milliards d'euros.

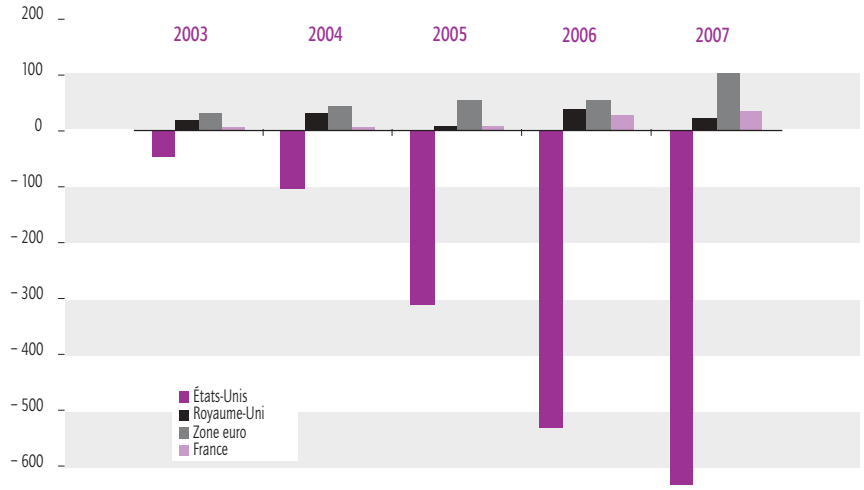
Graphique 8 : total des émissions d'actions au niveau mondial (en milliards de dollars)



Source : Bloomberg

Au niveau mondial, en dépit de la dégradation du contexte financier dans la seconde partie de l'année, les émissions primaires et secondaires d'actions en termes bruts ont affiché en 2007 un profil haussier (+ 12 % à plus de 620 milliards de dollars), notamment en Europe et dans les zones émergentes (graphique 8).

Graphique 9 : émissions nettes d'actions par les sociétés cotées (émissions diminuées des rachats-annulations, en milliards d'euros) États-Unis, Royaume-Uni, zone euro et France



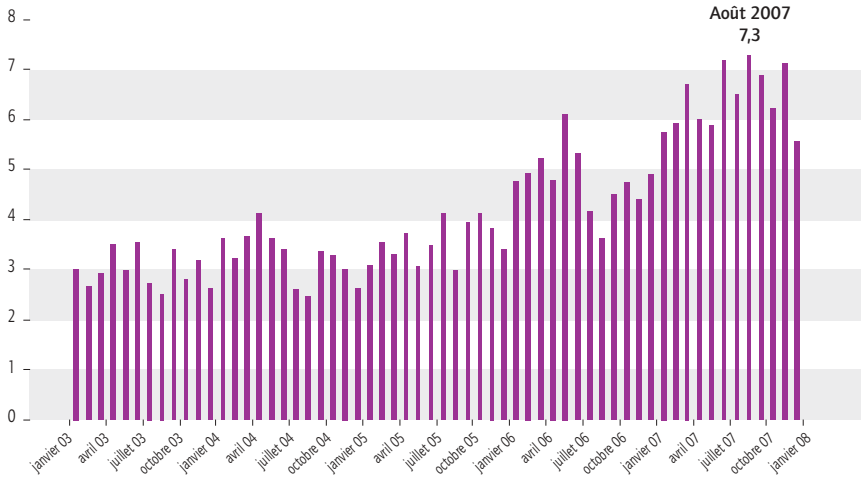
Source : Bloomberg

Si l'on rapproche les émissions brutes des rachats-annulations d'actions par les résidents, il apparaît qu'en Europe, le solde est positif en 2007 et sensiblement plus élevé que l'année précédente (graphique 9). Ainsi, en dépit d'une tendance à recourir plus massivement aux rachats d'actions pour gérer leur structure de financement et rémunérer leurs actionnaires, les sociétés cotées européennes ont émis en termes nets environ 100 milliards d'euros pour ce qui concerne la zone euro et 23 milliards pour le Royaume-Uni. La situation aux États-Unis se présente tout à fait différemment. Accentuant une nouvelle fois un mouvement engagé depuis de nombreuses années, les entreprises ont de nouveau procédé à des rachats d'actions très importants, excédant largement le montant des appels au marché. Ainsi, en 2007, d'après les estimations faites par la Réserve fédérale, le montant des émissions d'actions, nets des rachats-annulations de titres, a avoisiné - 630 milliards d'euros. Ces statistiques confirment que les entreprises américaines continuent à distribuer massivement leurs bénéfices aux actionnaires par la mise en œuvre de programmes de rachats d'actions. Elles suggèrent également que les entreprises souffrent d'un défaut d'opportunités d'investissement, au regard des profits importants qu'elles dégagent depuis quelques années. Enfin, le contexte de marché, en particulier la correction sévère des cours dans la seconde partie de l'année, a pu inciter les entreprises à intensifier leurs rachats d'actions.

4 > Les volumes d'activité des bourses atteignent des niveaux records

Dans un contexte de volatilité accrue, l'activité sur les marchés secondaires est restée très soutenue en 2007. À Paris, où les volumes échangés sur le système NSC (nouveau système de cotation) ont progressé de près de 30 % à 1 992 milliards d'euros sur l'année (soit une moyenne quotidienne de 7,8 milliards d'euros contre 6 milliards en 2006), des niveaux records ont été atteints durant l'été au moment de l'éclatement de la crise du *subprime* (graphique 10). Cette tendance est apparue commune à l'ensemble des grandes places financières mais elle est particulièrement marquée en Europe et, notamment, en Allemagne, ainsi que sur certaines places émergentes, comme en Chine (tableau 7).

Graphique 10 : montants quotidiens échangés à Paris, indice CAC 40 (moyennes mensuelles, milliards d'euros)



Source : Bloomberg

Tableau 7 : volumes de transactions en 2007*

	Total			Carnet d'ordres		
	Montant (milliards de dollars)	Variation 2007/2006 en dollars (%)	Variation 2007/2006 en monnaies locales (%)	Montant (milliards de dollars)	Variation 2007/2006 en dollars (%)	Variation 2007/2006 en monnaies locales (%)
NYSE Group	29 813,8	37,3	37,3	-	-	-
Nasdaq	13 765,7	28,7	28,7	-	-	-
London SE	10 333,7	36,5	26,1	4 311,5	53,9	42,2
Tokyo SE Group	6 412,7	10,7	11,7	6 017,7	11,4	12,3
Euronext	5 639,8	46,4	34,5	4 542,9	51,3	39,0
Deutsche Börse	4 324,9	58,0	45,2	3 360,4	66,9	53,4
Shanghai SE	4 028,6	454,5	428,3	4 028,6	454,5	428,3
BME Spanish Exchanges	2 969,5	53,6	41,1	2 291,3	59,5	46,6
Borsa Italiana	2 312,5	45,3	33,6	2 165,9	49,5	37,4
Hong Kong Exchanges	2 133,6	156,4	157,5	2 018,5	166,3	167,4

Source : *World Federation of Exchanges*

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

Parallèlement, le développement du marché secondaire des OPCVM indiciels cotés (*Exchange Traded Funds*, ETF) sur Euronext Paris s'est poursuivi avec près de 68 milliards d'euros échangés, soit une hausse de 136 %.

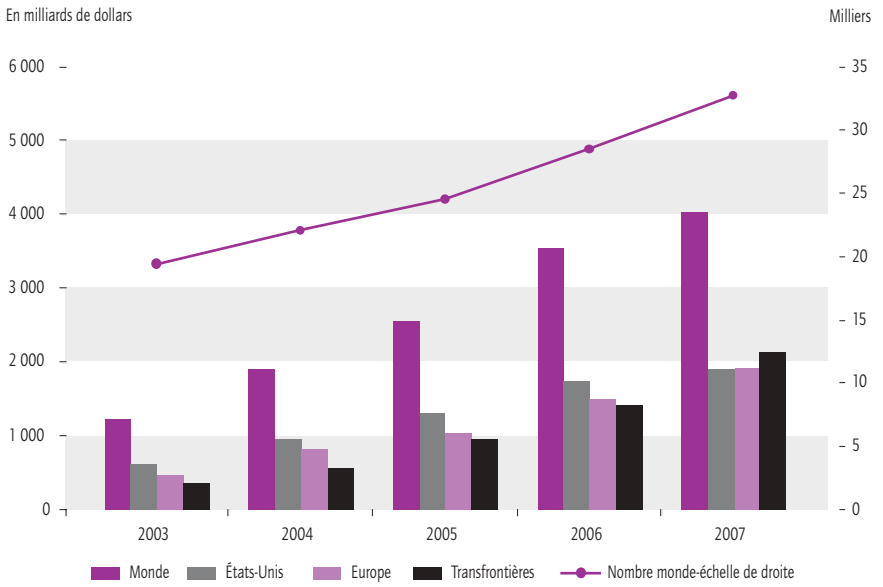
5 > Un pic d'activité sur le marché des fusions-acquisitions

En France, le marché des fusions-acquisitions est resté dynamique en 2007. Selon Bloomberg, le nombre d'opérations annoncées et/ou réalisées a, en effet, enregistré une hausse de près de 25 % par rapport à 2006. Elles ont, en revanche, porté sur des volumes de plus faible ampleur. Exprimé en euros, le montant des opérations annoncées s'est en effet replié de 5 %.

S'agissant plus précisément des offres publiques réalisées en 2007 et déclarées conformes par l'AMF, leur nombre s'est inscrit en hausse (76 contre 67 en 2006)[3]. En revanche, le montant des opérations a sensiblement reculé, passant de 26,7 milliards d'euros en 2006 à 14,1 milliards en 2007. Une analyse plus fine montre que ce résultat s'explique en grande partie par le mode de valorisation utilisé, la méthodologie traditionnelle, retenue dans les statistiques de l'AMF, ne valorisant 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. Or, alors que l'activité avait été en 2006 largement soutenue par d'importantes garanties de cours (Sanef, Autoroutes du Sud de la France et Autoroutes Paris-Rhin-Rhône), l'année 2007 a été marquée par des offres publiques mixtes de grande taille avec NYSE Euronext et AGF/Allianz.

De manière plus générale, le marché des fusions et acquisitions a enregistré un nouveau record en termes d'activité en 2007. Au niveau mondial, leur montant a dépassé le seuil des 4 000 milliards de dollars, soit une hausse de 13,8 % par rapport à 2006, tandis que dans le même temps, leur nombre augmentait de près de 15 % (graphique 11).

Graphique 11 : montants des fusions et acquisitions par zone géographique

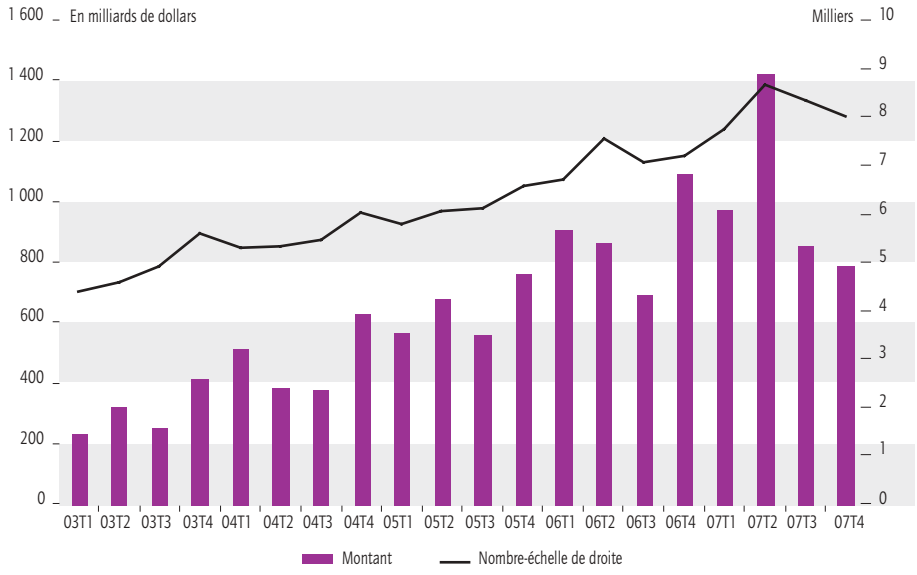


Source : Bloomberg

(3) Sont comptabilisées les opérations dont les résultats ont été publiés en 2007. En outre, ces données intègrent les retraits obligatoires sans conformité (10 en 2007 après 3 en 2006) introduits en 2006 par le nouveau régime des offres publique qui, sous certaines conditions, autorise l'initiateur d'une offre publique à procéder, dès l'issue de son offre, à un retrait obligatoire des titres visés, au lieu d'une OPR-RO (voir *infra* chapitre 3, page 118).

Le pic d'activité semble néanmoins avoir été atteint au deuxième trimestre. La dégradation de l'environnement financier à partir de l'été étant peu propice aux opérations de très grande taille, ces dernières se sont de fait raréfiées au cours de la seconde moitié de l'année (graphique 12). À cet égard, il convient de souligner que les opérations les plus importantes annoncées en 2007, au premier rang desquelles figure le rachat d'ABN AMRO par le consortium composé de la banque Fortis, de Banco Santander et de la *Royal Bank of Scotland*, l'ont été au cours des sept premiers mois, avant le déclenchement de la crise des *subprime* (tableau 8).

Graphique 12 : évolution du marché des fusions et acquisitions au niveau mondial



Source : Bloomberg

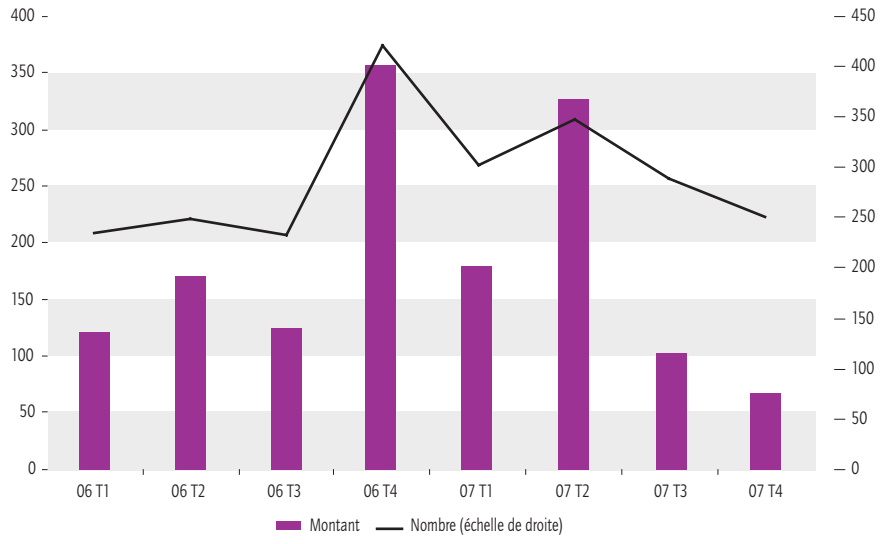
Tableau 8 : les opérations les plus importantes annoncées en 2007 au niveau mondial (en milliards de dollars)

Date d'annonce	Cible	Acquéreur(s)	Montant
Avril 2007	ABN AMRO	FORTIS/BANCO SANTANDER/ROYAL BANK OF SCOTLAND	100,0
Avril 2007	ENDESA	ACCIONA/ENEL	53,3
Février 2007	ENERGY FUTURE HOLDINGS	KKR & CO/TPG	43,2
Juillet 2007	ALCAN	RIO TINTO	42,9
Juin 2007	BCE	PROVIDENCE EQUITY PART/ONTARIO TEACHERS PENS/MADISON DEARBORN PART/ MERILL LYNCH & CO	42,4
Mai 2007	CAPITALIA	UNICREDITO ITALIANO	29,6
Avril 2007	FIRST DATA	KKR & CO	27,5
Mai 2007	ALLTEL	TPG CAPITAL/GOLDMAN SACHS GROUP	27,1
Juillet 2007	HILTON HOTELS	BLACKSTONE GROUP	26,2

Source : Bloomberg

Les fonds de capital investissement, qui étaient apparus des acteurs incontournables du secteur l'année précédente, voire au premier semestre 2007, sont apparus très peu actifs à partir de l'été (graphique 13).

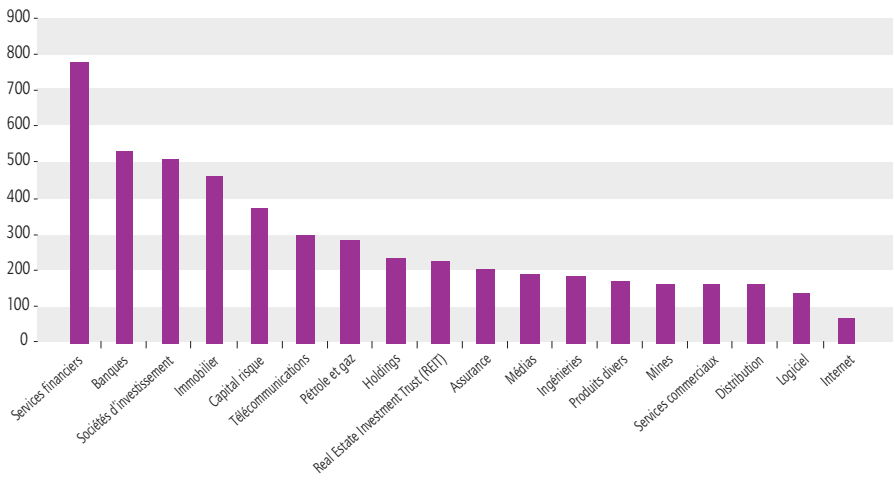
Graphique 13 : évolution des opérations de capital investissement annoncées dans le monde (en milliards de dollars)



Source : Bloomberg

Le marché des fusions-acquisitions en 2007 a toutefois également présenté d'importantes similitudes avec les années précédentes. En particulier, l'essor des opérations transfrontières observé par le passé s'est poursuivi au même rythme qu'en 2006 (+ 50 % en termes de montants). En 2007, une opération sur quatre a ainsi impliqué des sociétés de nationalités différentes, les opérations transfrontières représentant en outre à elles seules plus de la moitié des montants en jeu. De la même manière, les caractéristiques sectorielles des opérations ont peu évolué par rapport à 2006, à savoir une diversité significative des secteurs concernés avec une implication relativement forte, en termes de montants, des sociétés appartenant aux secteurs bancaire et financier (graphique 14).

Graphique 14 : répartition des fusions et acquisitions à l'échelle mondiale par secteur en 2007 (en milliards de dollars)



Source : Bloomberg

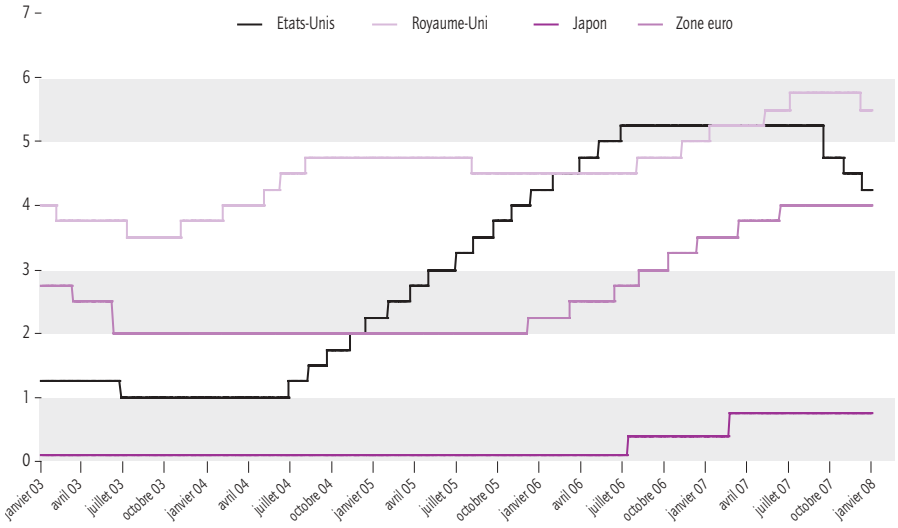
2 – Les marchés du crédit

A – Une année 2007 marquée par la crise des *subprime*

1 > Un premier semestre dans le prolongement de 2006

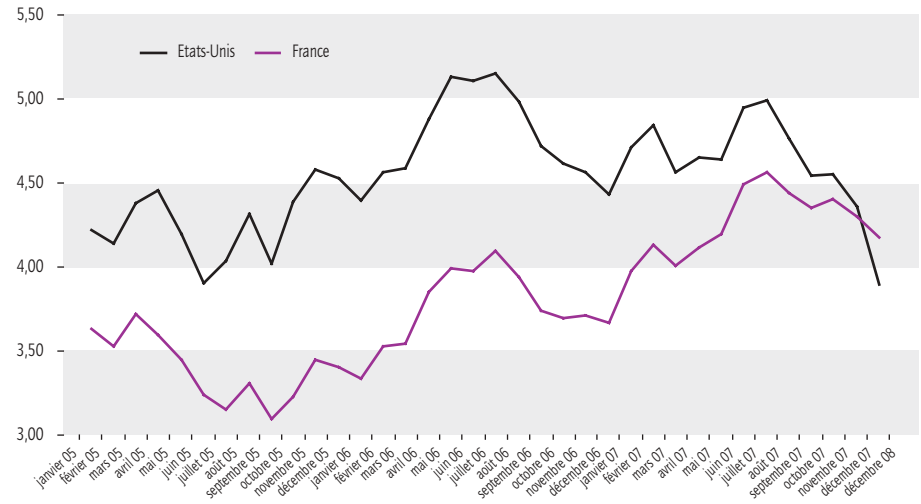
Le premier semestre de l'année 2007 s'est largement inscrit dans le prolongement des tendances en vigueur jusque-là. La croissance économique sous-jacente à la progression des marchés d'actions, conjuguée à une hausse de l'inflation, a influé sur l'orientation des politiques monétaires et l'évolution des marchés obligataires. Aux États-Unis, où l'économie se situait en haut de cycle, la Réserve fédérale américaine a maintenu inchangé son taux directeur au niveau de 5,25 %, après une longue succession de resserrements monétaires intervenus entre l'été 2004 et la mi-2006 (graphique 15). Dans la zone euro, la Banque centrale européenne a poursuivi le mouvement de hausse de ses taux directeurs, commencé beaucoup plus tardivement et de façon moins intense que son homologue outre-Atlantique. Le principal taux de refinancement de la BCE atteint ainsi 4 % au mois de juin, soit 50 points de base au-dessus de son niveau de début d'année.

Graphique 15 : principaux taux d'intérêt directeurs (en %)



Source : Datastream

Graphique 16 : taux d'intérêt sur emprunts d'État à 10 ans (%)

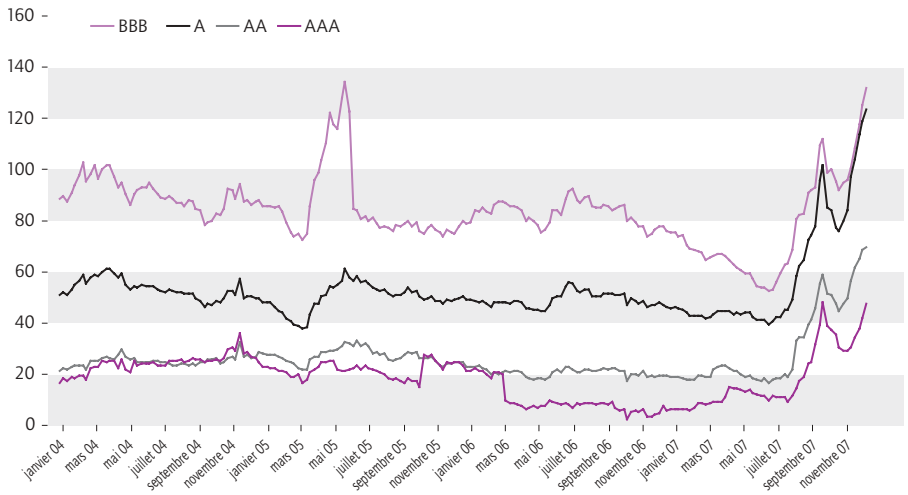


Source : Datastream

Les marchés obligataires ont évolué en phase avec l'orientation des conjonctures et des politiques monétaires. Les taux d'intérêt à long terme sur emprunts d'État se sont ainsi sensiblement tendus dans le courant du premier semestre. C'est en particulier le cas dans la zone euro, sous l'influence de la remontée des taux d'intérêt à court terme et des pressions inflationnistes.

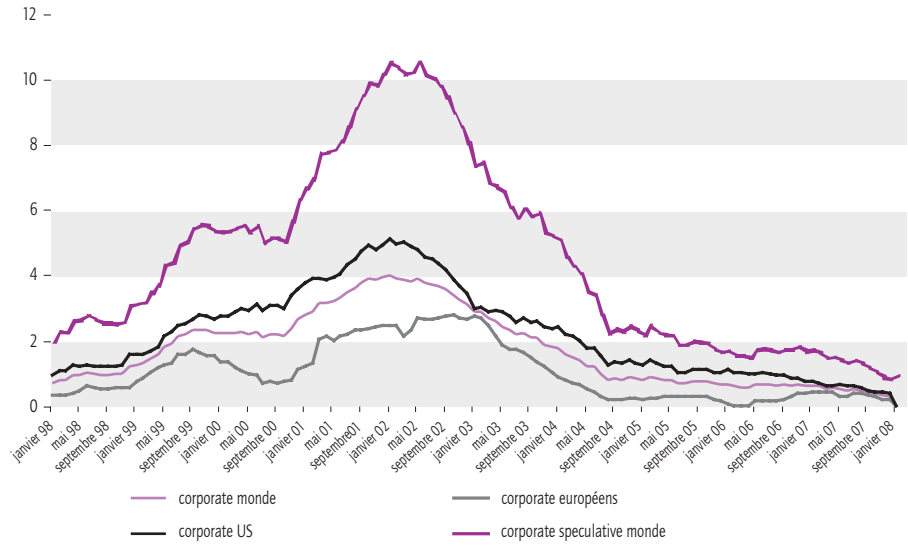
Le marché des emprunts *corporate* a, quant à lui, bénéficié de la bonne orientation des profits des sociétés et du maintien de taux de défaut à des niveaux historiquement faibles. Les *spreads* sur les signatures BBB se sont ainsi sensiblement détendus, l'indice Iboxx sur ce type de signature atteignant ainsi un point bas en juillet 2007, à environ 52 points de base seulement.

Graphique 17 : indice Iboxx des *spreads* de crédit en Europe



Source : Datastream

Graphique 18 : taux de défaut (%)



Source : Datastream

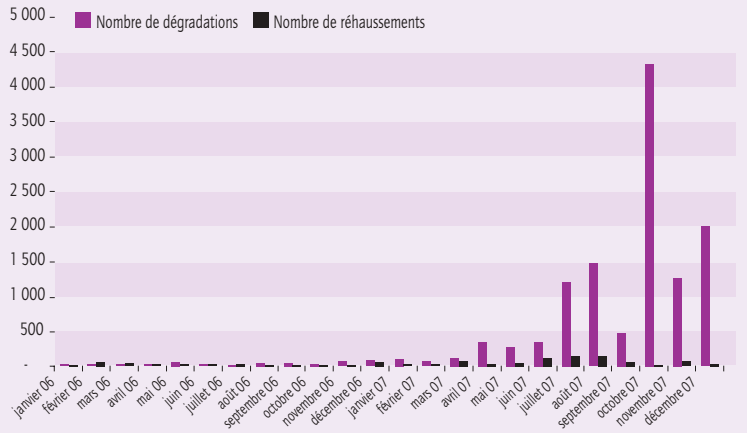
2 > Le déclenchement de la crise à l'été

La seconde partie de l'année 2007 a été caractérisée par un changement très important de l'environnement financier, avec l'éclatement de la crise du *subprime*. Cette dernière trouve son origine dans une distribution mal maîtrisée de crédits hypothécaires aux États-Unis, notamment ceux de basse qualité, qualifiés de *subprime*. Le retournement du marché de l'immobilier américain courant 2006 s'est traduit, dans un premier temps, par une crise du marché hypothécaire aux États-Unis, qui s'est ensuite transformée, du fait de la forte titrisation des créances hypothécaires, en crise de liquidité internationale à l'été 2007. L'ensemble des compartiments des marchés financiers ont alors été affectés. Les produits financiers issus de la titrisation des crédits *subprime*, du type RMBS *(Residential Mortgage Backed Securities)* et CDO *(Collaterized Debt Obligations)*, ont été logiquement les instruments les plus touchés par la dégradation marquée du marché immobilier américain. La réévaluation à la hausse des taux de défaut prévus sur les actifs sous-jacents, combinée, le cas échéant, à des changements de méthodologie, a conduit les principales agences de notation à dégrader au début de l'été la notation de nombreuses tranches de *subprime* RMBS, quelle que soit d'ailleurs leur position initiale sur l'échelle de notation. Il en est résulté une correction très brutale de leur prix sur les marchés (cf. encadré), après des premiers mouvements à la baisse observés au premier semestre pour les tranches « junior ».

LA DÉGRADATION DES NOTATIONS DE RMBS *SUBPRIME* ET LEUR PRIX SUR LE MARCHÉ

Les RMBS sont des titres adossés à des prêts hypothécaires *subprime*. Ils constituent le premier maillon de la chaîne de diffusion de la crise à l'ensemble des marchés financiers internationaux, par leur présence dans le portefeuille de nombreux investisseurs. À partir de l'été 2007, la révision à la hausse par les agences de notation des perspectives de défaut sur les prêts *subprime* a conduit celles-ci à dégrader la notation de nombreux RMBS adossés à ce type d'actifs. Ce mouvement s'est étendu à l'automne aux produits de type CDO, dont certains contenaient dans leur portefeuille des RMBS. Ces dégradations massives ont coïncidé avec des baisses très importantes des prix des véhicules de RMBS sur le marché, comme en atteste l'évolution de l'indice ABX HE, indice construit à partir de prix constatés sur le marché des dérivés de crédit.

Graphique 19 : évolution globale des dégradations et rehaussements de notation*

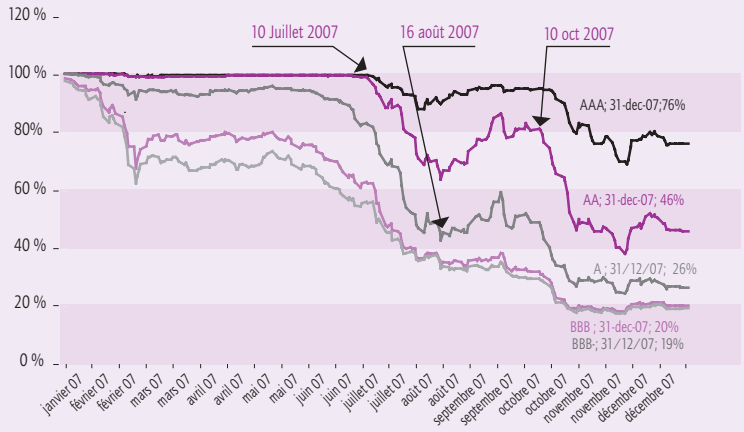


Source : Bloomberg, calcul AMF

* Les dégradations et rehaussements comprennent les changements de note (catégorie ou cran) et les changements de perspective

Les premières baisses de prix sont intervenues au cours du mois de février, indépendamment de l'action des agences de notation qui n'avaient alors pas encore entamé leur processus de révision de note. Les dégradations de notation opérées à partir de la mi-juillet par les agences précipitent en revanche le marché dans un violent mouvement de correction. Alors qu'elles n'avaient pas été atteintes par les mouvements de prix de février 2007, les tranches de meilleure notation (AAA et AA) ont vu pour la première fois leur prix baisser. Le 10 juillet, le sous-indice ABX HE AAA a ainsi commencé à se replier, alors que le même jour étaient annoncées de très nombreuses dégradations de notation et des perspectives négatives, sans toutefois que celles-ci ne concernent des titres notés AAA ou même AA. Il semble que l'importance du nombre de dégradations de notation annoncées ait induit un important choc d'aversion au risque qui s'est traduit par une dégradation généralisée des prix de tous les types de tranches de RMBS.

Graphique 20 : prix de l'indice ABX-HE-07-1 par niveau de notation



Sources : Markit, AMF

La seconde partie du mois d'août est synonyme d'accalmie du marché. Les prix des tranches les plus mal notées sont restés à des niveaux très bas, tandis que ceux des tranches les mieux notées (AAA et AA) ont enregistré un mouvement de reprise assez net. Ce mouvement a perduré jusqu'au 10 octobre, où de nouvelles dégradations massives des tranches de RMBS et de produits de financement structurés de type CDO ont entraîné une sévère correction du marché. À la fin du mois de décembre, les prix des tranches notées AAA et AA se situaient ainsi à respectivement 76 % et 46 % de leur valeur de début d'année. Les mouvements de prix enregistrés dans la seconde partie de l'année ont par ailleurs été exacerbés par une très faible liquidité du marché, les flux vendeurs ne parvenant pas à trouver des contreparties acheteuses.

Les primes de risque sur le marché obligataire *corporate* et, davantage encore, sur le marché des dérivés de crédit, plus réactif, ont été brutalement réévaluées. Le marché monétaire et plus précisément le marché interbancaire ont également été soumis à de très vives tensions. Le report de nombreuses opérations de refinancement et de syndication de dettes bancaires associées aux acquisitions par LBO *(Leveraged Buyout)* a été un premier élément de difficulté. Certaines banques n'ont en effet pas pu transférer aux investisseurs institutionnels le risque de crédit accumulé lors des LBO des mois précédents, *via* le recours aux produits dérivés de crédit ou à la titrisation des prêts par des fonds de CLO *(Collaterized Loan Obligations)*. Des établissements ont par ailleurs été exposés à la nécessité d'honorer la garantie accordée à certains « conduits » ABCP (véhicules de titrisation du type *Asset-Backed Commercial Paper*) et véhicules d'investissements structurés (SIV : *Structured Investment Vehicles*), qui se sont trouvés dans l'impossibilité d'obtenir sur le marché monétaire les fonds nécessaires au refinancement de leur passif, dans un contexte de forte incertitude sur la qualité des actifs sous-jacents et de raréfaction des investisseurs potentiels. Il en est résulté un renforcement important des besoins de financement à court terme des banques et des tensions sur le marché monétaire, exacerbées par un climat de méfiance sur la qualité des contreparties bancaires et par la volonté de certains établissements de garder des liquidités en vue de répondre à des obligations de refinancement prévisibles.

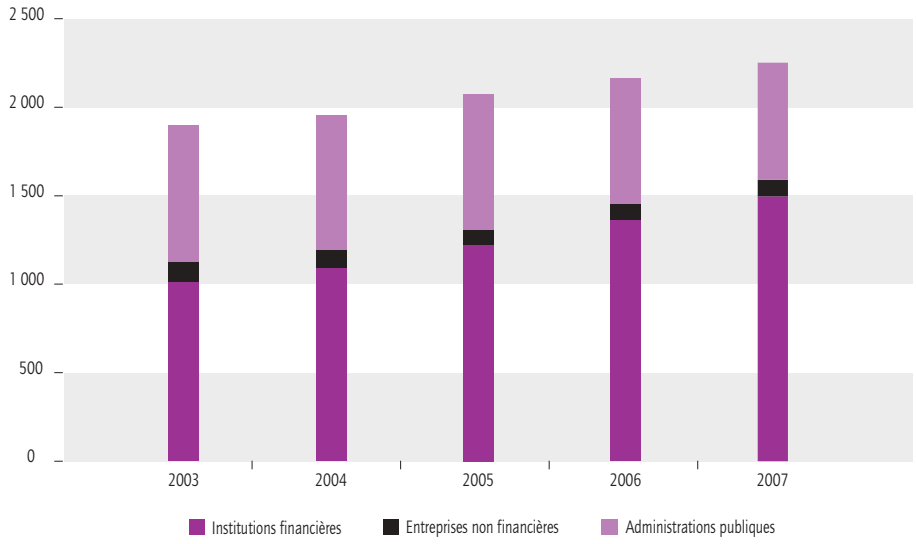
Les banques centrales ont répondu par des injections très massives de liquidités et, dans le cas de la Réserve fédérale, par la baisse de 50 points de base du taux d'escompte. Ce mouvement a d'ailleurs été le début d'un cycle de baisse des taux directeurs par la banque centrale américaine. La BCE a, pour sa part, réalisé à plusieurs reprises au mois d'août des apports de liquidités (par exemple 95 milliards d'euros le 10 août) et a maintenu inchangés ses taux directeurs (y compris lors de la dernière réunion du 6 septembre 2007), dans un contexte de croissance plutôt favorable dans la zone euro et de risques « à la hausse » en matière d'inflation.

Le brusque regain d'aversion au risque a amené les investisseurs à délaisser en partie les actifs risqués pour se reporter sur les obligations d'État, dans un mouvement de « fuite vers la qualité ». Il en est résulté une rupture de la tendance haussière des taux longs et le passage à une phase baissière, plus ou moins marquée selon les zones. Aux États-Unis, où les anticipations de réduction des taux directeurs de la Réserve fédérale étaient clairement marquées, les taux longs ont perdu environ 100 points de base entre leur point haut du début de l'été et la fin du mois de décembre. Dans la zone euro, où les perspectives en matière de politique monétaire se présentaient différemment, le mouvement a été beaucoup plus modéré, avec par exemple une baisse de l'ordre de 30 points de base des taux français.

B – Des émissions de titres de dette freinées en milieu d'année par la remontée de l'aversion au risque

Le premier semestre 2007 a été marqué par la poursuite des tendances en cours pour ce qui concerne les grands équilibres offre-demande sur les marchés de dette. Les marchés obligataires aux États-Unis et en Europe ont bénéficié d'un afflux massif de liquidités, en particulier en provenance de certains pays émergents, dont les balances des paiements courants présentent des excédents importants. Du côté de l'offre, les données montrent le rôle important des institutions financières, dont les émissions représentent environ les deux tiers des appels au marché, devant les administrations publiques.

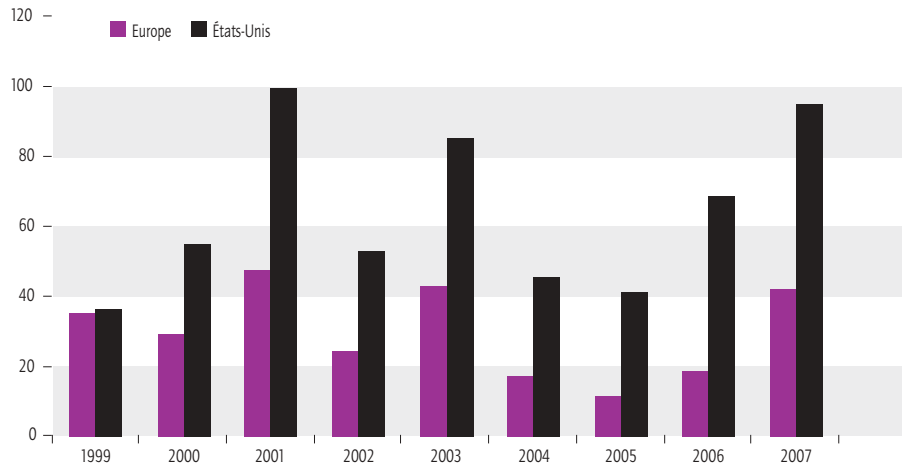
Graphique 21 : émissions de titres de dette de long terme dans la zone euro (milliards d'euros)



Source : Banque centrale européenne

On retrouve dans ces statistiques l'extrême dynamisme du marché des produits de financement structuré au cours du premier semestre. En particulier, les nombreuses opérations de *Leveraged Buyout* (LBO) et les prêts qu'elles ont engendrés ont suscité une expansion importante des produits de type CLO *(Collateralized Loan Obligations)*, les banques étant peu enclines à garder dans leur bilan des créances consommatrices de fonds propres. Cette évolution de l'offre de titres répondait par ailleurs à une demande des investisseurs, recherchant dans ce type de supports, plus risqués que les emprunts classiques, un supplément de rémunération dans un environnement caractérisé par le faible niveau des taux d'intérêt et une qualité de crédit *corporate* solide. Cette remarque invite également à souligner, du côté des émissions réalisées directement par les entreprises, la montée en puissance au sein de l'ensemble des émissions des titres *high yield,* c'est-à-dire plus risqués. Parallèlement, les émissions de convertibles ont été fortement soutenues par une conjoncture favorable associant un niveau bas de taux d'intérêt et une volatilité croissante des marchés d'actions à partir de l'été (graphique 22).

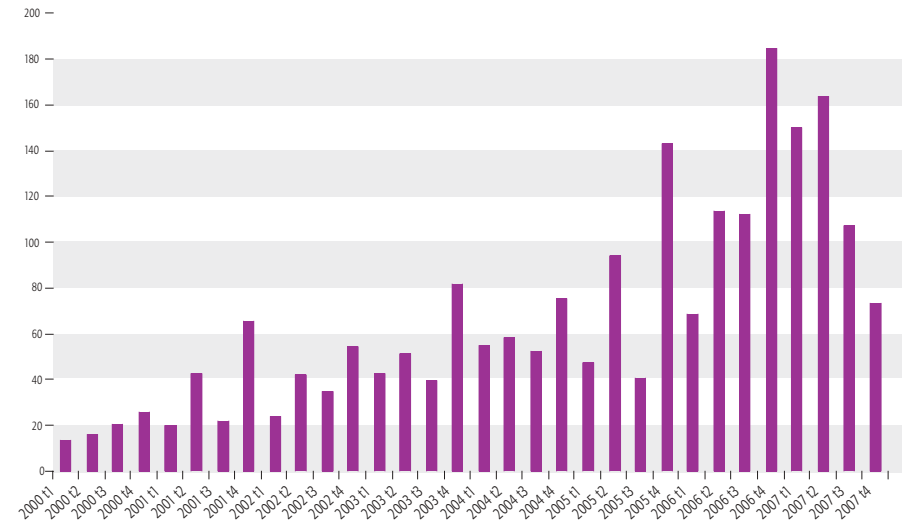
Graphique 22 : émissions de titres de créance convertibles (en milliards de dollars)



Source : Bloomberg

Dans la seconde partie de l'année, le processus de distribution-titrisation des prêts a brusquement cessé dans un contexte de remontée importante de l'aversion au risque des investisseurs. Ces derniers se sont massivement détournés de l'ensemble des produits de titrisation, quelle que soit la nature des actifs sous-jacents, et ce dès le troisième trimestre. D'après l'*European Securitisation Forum*, les émissions en Europe ont affiché un net recul au second semestre, à 182 milliards d'euros, contre respectivement 315 milliards au premier semestre, soit une baisse de 42 % (graphique 23).

Graphique 23 : émissions de véhicules de titrisation en Europe (milliards d'euros)

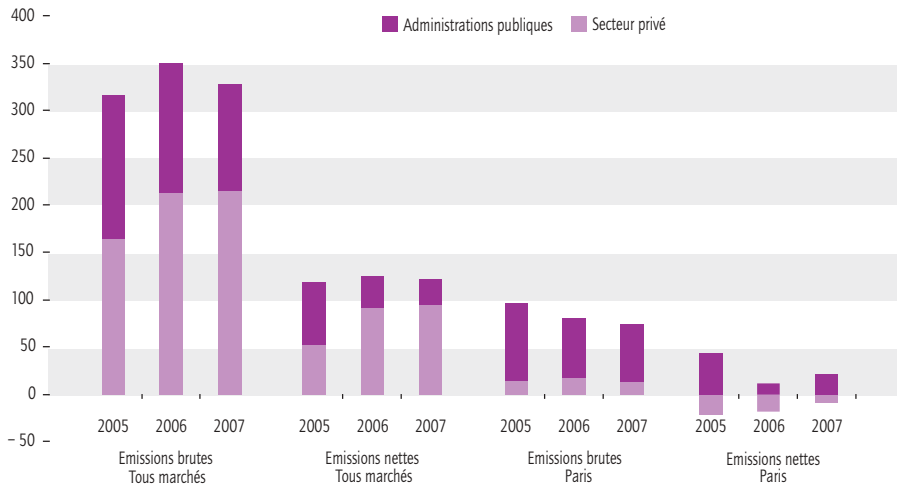


Source : *European Securitisation Forum*

À Paris, la capitalisation boursière du marché obligataire est passée de 830 milliards d'euros en 2006 à 816 milliards d'euros en 2007, soit une baisse de 2 %. L'activité y est en outre apparue mal orientée, dans un contexte marqué par la poursuite du mouvement de délocalisation, notamment des émissions, et ce en dépit du mouvement « de fuite vers la qualité » observé au second semestre 2007.

Les émissions brutes de titres de créance à long terme par les résidents français se sont élevées, selon la Banque de France, à près de 330 milliards d'euros en 2007, soit une baisse de 6 % par rapport à 2006, mouvement imputable au secteur public (graphique 24). Les émetteurs privés ont quant à eux accru leurs émissions : ces dernières ont ainsi atteint 216 milliards d'euros en 2007, en hausse de 3 % sur un an. En revanche, les émissions obligataires du secteur privé sur le seul marché parisien se sont inscrites en recul à 15 milliards d'euros (- 6 %).

Graphique 24 : émissions obligataires des résidents français (en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Cela témoigne d'une tendance lourde à la délocalisation des émissions par les sociétés françaises vers d'autres places financières, notamment la Bourse de Luxembourg. Sur cette dernière, la quasi-totalité des sociétés cotées sont étrangères et les lignes d'emprunts obligataires concernent les émetteurs non résidents (tableau 9). Fin 2007, 136 émetteurs français privés[4] offraient ainsi au moins une ligne de cotation au Luxembourg (contre 98 en 2006) et plus de la moitié d'entre eux ont émis au moins un nouvel emprunt sur ce marché au cours de l'année 2007. Concernant les programmes d'émissions EMTN *(Euro Medium Term Notes)*, 489 ont été ouverts (contre 529 en 2006), dont 65 par des émetteurs français. Il convient néanmoins de noter l'important contraste, s'agissant de la Bourse de Luxembourg, entre le dynamisme du marché primaire et le faible développement du marché secondaire.

(4) Ces 136 émetteurs français détenaient 4 010 lignes de cotation d'obligations (en hausse de 42 %). Parmi eux figuraient notamment les grandes banques françaises (BNP Paribas, SG option Europe, Calyon, Natixis, Compagnie de Financement Foncier) mais aussi des sociétés industrielles (France Telecom, Réseau ferré de France, Renault, Carrefour, Lafarge, Rhodia, Danone ou encore Veolia Environnement).

Tableau 9 : nombre de lignes obligataires sur les principales places européennes à fin 2007

Bourse	Total	Nombre de lignes de cotation			Variation sur un an
		Domestiques privées	Domestiques publiques	Étrangères	
Luxembourg SE	31 469	0	0	31 469	10 %
Deutsche Börse	26 031	15 475	1 374	9 182	42 %
Irish SE	24 385	6 546	29	17 810	47 %
London SE	12 620	8 120	123	6 456	16 %
Korea Exchange	8 599	2 114	6 484	1	5 %
OMX	4 826	4 177	318	331	2 %
BME Spanish Exchanges	4 797	4 334	424	39	16 %
Euronext	3 173	Nd	344	2 829	- 6 %
dont Euronext Paris	*1 277*	*Nd*	*155*	*Nd*	*- 15 %*
Wiener Börse	3 137	2 656	187	294	7 %
Swiss Exchange	1 334	406	118	810	5 %

Sources : *World Exchange Federation*, Euronext Paris

Si l'on tient compte des remboursements intervenus en cours d'année, il apparaît que si les émetteurs privés résidents ont accru en 2007 leur recours à l'endettement de marché à long terme, leur émissions nettes d'obligations sur Euronext Paris sont demeurées fortement négatives (- 12 milliards d'euros après 18 milliards en 2006).

Si l'on s'intéresse plus spécifiquement aux opérations visées par l'AMF, la tendance à la diminution du nombre de visas s'est poursuivie depuis la mise en place du passeport européen issu de la transposition de la directive Prospectus[5]. Les seules émissions de titres de créance visées se sont ainsi élevées à 15,8 milliards d'euros, contre 17 milliards l'année précédente. Cette diminution a été en partie compensée par l'augmentation des programmes EMTN visés. En 2007, 17 de ces programmes ont été visés par l'AMF (contre 15 en 2006), pour un montant global maximum d'émissions de 343 milliards d'euros (contre 276 milliards d'euros en 2006), dont 143 milliards concernant les seules émissions de titres de créance. D'autre part, et dans le sillage des tendances européennes et américaines, plus de 12 milliards d'euros d'obligations convertibles ont été visés par l'AMF en 2007.

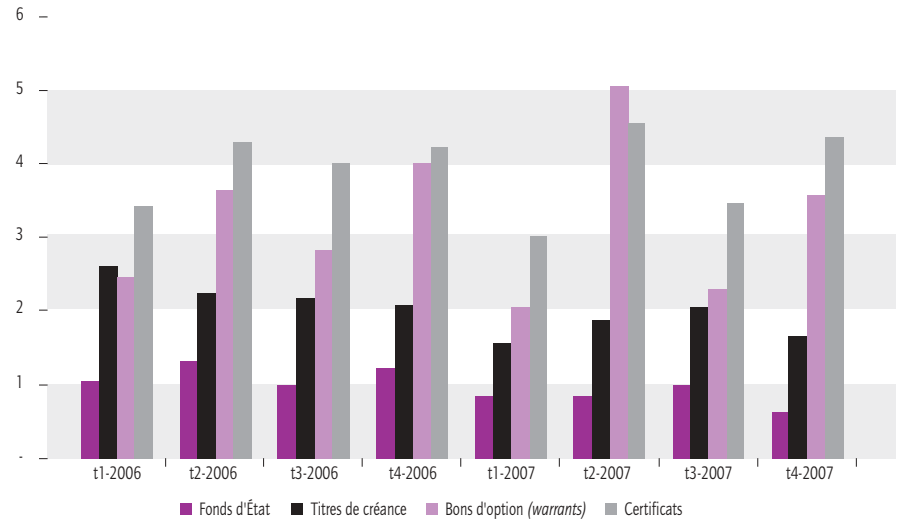
Concernant les bons d'option *(warrants)*, la baisse tendancielle du nombre de visas s'est accentuée en 2007, avec 12 visas enregistrés (contre respectivement 17 et 33 en 2006 et 2005), la quasi-totalité de ces produits faisant désormais l'objet de programmes d'émission. Après 2,2 milliards d'euros en 2006, les émissions de bons d'option visées par l'AMF n'ont atteint que 1,5 milliard d'euros (contre 13,2 milliards en 2005). Aucune émission de certificats n'a été visée en 2007. En revanche, le nombre de *warrants* et certificats cotés sur Euronext a fortement augmenté, passant de 8 423 (dont 5 841 bons d'option) à 12 698 (dont 8 401 bons d'option) entre 2006 et 2007.

(5) La directive Prospectus (directive 2003/71/CE) permet aux émetteurs de procéder à une offre ou à une demande d'admission d'instruments financiers sur la base d'un seul et même prospectus dans l'ensemble de l'Espace économique européen, sans avoir à obtenir de nouvelle autorisation de la part de l'autorité de régulation du pays d'accueil.

C – Les transactions sur le marché secondaire d'Euronext Paris

De nouveau, et à l'inverse des marchés d'actions, les montants obligataires échangés en 2007 dans le cadre de transactions passant par le système central NSC se sont inscrits en recul, revenant à 11,9 milliards d'euros, contre 12,3 milliards l'année précédente (soit une baisse de 6 %). Ce repli est attribuable au segment des obligations d'émetteurs privés dont les transactions se sont montées à 7,9 milliards d'euros, contre 8,4 milliards d'euros en 2006. Finalement, le marché des titres de créance a bénéficié d'une activité importante sur certains segments du marché, notamment les *warrants* et les certificats, qui, malgré la crise financière, ont terminé l'année en forte hausse (respectivement + 68 % et + 25 %). Ces données ne sont néanmoins pas représentatives de l'ensemble du marché secondaire, essentiellement constitué d'opérations de gré à gré. En particulier, elles ne rendent pas compte des transactions passant par des plates-formes. De fait, si l'on s'intéresse aux marchés de gré à gré, les montants échangés sur les titres de créance à moyen et long termes d'émetteurs privés ont connu une hausse significative (+ 10 %) à 137 milliards d'euros contre 125 milliards d'euros en 2006[6].

Graphique 25 : les montants échangés sur Euronext en milliards d'euros



Source : Euronext

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

3 – Les marchés de produits dérivés

A – Une croissance forte des marchés de gré à gré, sous l'impulsion des produits dérivés de crédit

Dans l'ensemble, les marchés de produits dérivés demeurent sur un sentier de croissance particulièrement forte. La demande pour ce type d'instruments bénéficie de facteurs de soutien importants, relatifs à la fois aux évolutions de la gestion d'actifs pour compte de tiers et aux innovations financières mises en place par les banques d'investissement. L'évolution des supports de gestion collective tend, en effet, à impliquer un recours de plus en plus massif aux marchés dérivés, lié en particulier à la montée en puissance rapide et généralisée des fonds de gestion alternative et, dans certains pays, des fonds à formule. Par ailleurs, les émissions de produits de financement structurés (CDO, etc.) de ces dernières années ont stimulé la demande de dérivés de crédit.

Appréhendée à partir des statistiques relatives au premier semestre 2007, la croissance des marchés des produits dérivés apparaît très contrastée selon que l'on considère les marchés organisés ou les marchés de gré à gré. L'encours notionnel des dérivés traités sur les marchés organisés a crû nettement moins vite que celui des marchés de gré à gré (respectivement + 14,6 % contre + 39,8 %). Les marchés organisés ont été pénalisés par une croissance assez modeste de leur compartiment principal, consacré aux dérivés de taux d'intérêt (+ 12,1 % sur un an à la fin du mois de juin). Moins importants selon les indicateurs de la Banque des règlements internationaux (BRI), les segments relatifs aux contrats de change et aux dérivés d'actions enregistraient en revanche une croissance vigoureuse.

Les marchés de gré à gré sont apparus, quant à eux, dynamiques sur l'ensemble des compartiments. Par exemple, les dérivés de taux d'intérêt ont augmenté en juin 2007 de 32,4 % sur un an et les contrats de change de près de 28 %. Les dérivés de crédit doivent cependant faire l'objet d'une attention particulière dans la mesure où ils enregistrent une croissance de 109 % en rythme annualisé. Cette progression remarquable conduit d'ailleurs les encours notionnels de ce type de produits (42 580 milliards de dollars) à se rapprocher de ceux des contrats de change (48 620 milliards de dollars).

Tableau 10 : marchés de dérivés – marchés organisés (notionnels, en milliards de dollars)

	Déc. 2005	Juin. 2006	Sep. 2006	Déc. 2006	Juin. 2007	Var. sur un an (%)	Sep. 2007	Var. sur un an (%)
Devises	174	181	194	240	303	67,8	310	59,8
Taux d'intérêt	52 297	76 829	68 075	62 593	86 135	12,1	83 632	22,9
Indices boursiers	5 318	7 388	7 304	7 611	10 246	38,7	10 941	49,8
Total	57 788	84 398	75 572	70 443	96 684	14,6	94 883	25,6

Source : BRI

Tableau 11 : marchés de dérivés – marchés de gré à gré (notionnels, en milliards de dollars)

	Juin. 2005	Déc. 2005	Juin. 2006	Déc. 2006	Var. sur un an (%)	Juin 2007	Var. sur un an (%)
Taux de change	31 081	31 364	38 091	40 239	28,3	48 620	27,6
Taux d'intérêt	204 795	211 970	261 960	291 115	37,3	346 937	32,4
Actions	4 551	5 793	6 782	7 488	29,3	9 202	35,7
Marchandises	2 940	5 434	6 394	7 115	30,9	7 567	18,3
Credit default swaps	10 211	13 908	20 352	28 650	106,0	42 580	109,2
Autres	27 915	29 199	35 928	39 682	35,9	61 501	71,2
Total	281 493	297 670	369 507	414 290	39,2	516 407	39,8

Source : BRI

B – L'activité sur le LIFFE de NYSE Euronext

L'activité du marché européen de dérivés de NYSE Euronext, le LIFFE, a présenté une croissance importante, puisque le nombre de lots traités a augmenté de 31 % par rapport à 2006. L'ensemble des segments ont connu des progressions significatives, avec tout de même des écarts notables entre certains produits. Les dérivés sur actions individuelles ont affiché la plus forte croissance (+ 41,3 % de lots traités), tirés par son compartiment *futures,* en progression de 155 %. Cependant, d'après la *World Federation of Exchanges*, les volumes notionnels d'options sur actions traités au cours de l'année, à 704 milliards d'euros, sont inférieurs à ceux enregistrés par le marché germano-suisse Eurex (1 166 milliards d'euros). Sur les marchés de dérivés de taux, la spécialisation observée par le passé se poursuit, LIFFE concentrant la majeure partie des échanges relatifs aux taux courts, Eurex ceux sur les taux longs (en particulier sur l'*Euro-Bund future*).

Tableau 12 : volumes traités sur les marchés européens de dérivés de NYSE Euronext LIFFE par type d'actif sous-jacent (nombre de lots, en millions)

		2006	2007	Variation 2007/2006 (%)
ACTIONS		**307,5**	**417,8**	**35,9**
Actions individuelles		185,1	261,4	41,3
	Futures	*29,5*	*75,3*	*155,0*
	Options	*155,6*	*186,2*	*19,7*
Indices boursiers		122,4	156,4	27,8
	Futures	*72,1*	*93,3*	*29,3*
	Options	*50,3*	*63,1*	*25,5*
TAUX D'INTÉRÊT		**412,2**	**517,9**	**25,6**
Court terme		389,0	489,1	25,7
	Futures	*296,0*	*353,6*	*19,5*
	Options	*93,0*	*135,5*	*45,8*
Moyen et long termes		23,2	28,8	23,9
	Futures	*23,2*	*28,8*	*23,9*
	Options	*0,0*	*0,0*	-
MARCHANDISES		**9,9**	**12,8**	**29,8**
	Futures	*9,1*	*11,5*	*26,0*
	Options	*0,7*	*1,3*	*77,0*
AUTRES		**0,7**	**0,5**	**- 32,8**
	Futures	*0,0*	*0,0*	-
	Options	*0,7*	*0,5*	*- 32,8*
TOTAL LIFFE		**730,3**	**949,0**	**29,9**
	Futures	*430,0*	*562,4*	*30,8*
	Options	*300,3*	*386,6*	*28,7*

Source : Euronext-LIFFE

À l'avenir, la stratégie d'expansion de NYSE Euronext sur le marché des dérivés, qui n'a eu d'effet à ce stade qu'aux États-Unis, où l'entreprise de marché a fait l'acquisition d'Amex, le troisième marché d'options américain, pourrait avoir un impact sur les volumes d'activité enregistrés sur ce segment de marché en Europe.

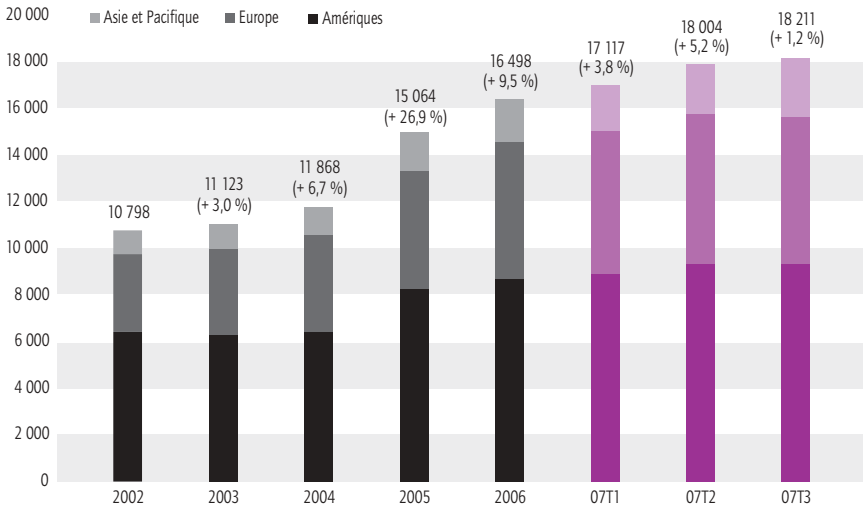
4 – Les produits de gestion pour compte de tiers

A – Malgré les turbulences financières, une croissance annuelle encore positive à la fin du 3e trimestre

En 2007, le marché de la gestion d'actifs a été affecté, au second semestre, par les effets de la crise généralisée sur le marché du crédit. Les conséquences les plus sensibles en ont été des flux de décollecte significatifs. Plus importants en Europe qu'aux États-Unis, ces retraits ont été observés surtout pour certaines catégories de fonds moins performantes, comme les fonds monétaires. S'il est certain que ces développements ne seront pas sans conséquence sur le positionnement et les stratégies des acteurs, ils appellent cependant à distinguer certains effets potentiellement transitoires de phénomènes structurels ou de plus long terme.

Malgré des flux de décollecte importants des fonds actions, les encours des actifs gérés par la gestion collective en Europe enregistraient dans l'ensemble une croissance forte en rythme annuel à la fin du troisième trimestre 2007, analogue à celle observée aux États-Unis (graphique 26). Cette croissance a résulté d'un effet prix mais aussi d'un effet volume lié à la collecte des OPCVM diversifiés et monétaires. Ainsi, en dépit de rachats de parts importants au troisième trimestre, la croissance des encours gérés par l'industrie de la gestion collective (y compris par les fonds de droit national) s'est élevée en rythme annuel, c'est-à-dire abstraction faite des effets de saisonnalité, à + 11,7 % à fin septembre, pour porter les encours à 8 115 milliards d'euros. Bien que la progression des indices boursiers ait dans l'ensemble été limitée (sauf en Allemagne), cette tendance a été soutenue par une croissance des encours gérés par les fonds actions et diversifiés (+ 13,7 %) et des encours des fonds monétaires (+ 5,5 %). Ce dernier point reflète avant tout la progression continue des taux d'intérêt de court terme. De façon analogue, en dépit de la décollecte massive du troisième trimestre, les actifs sous gestion des OPCVM obligataires sont restés pratiquement inchangés (+ 1,2 %) sur la période.

Graphique 26 : part des différentes zones géographiques dans l'actif net mondial des OPCVM (en milliards d'euros)



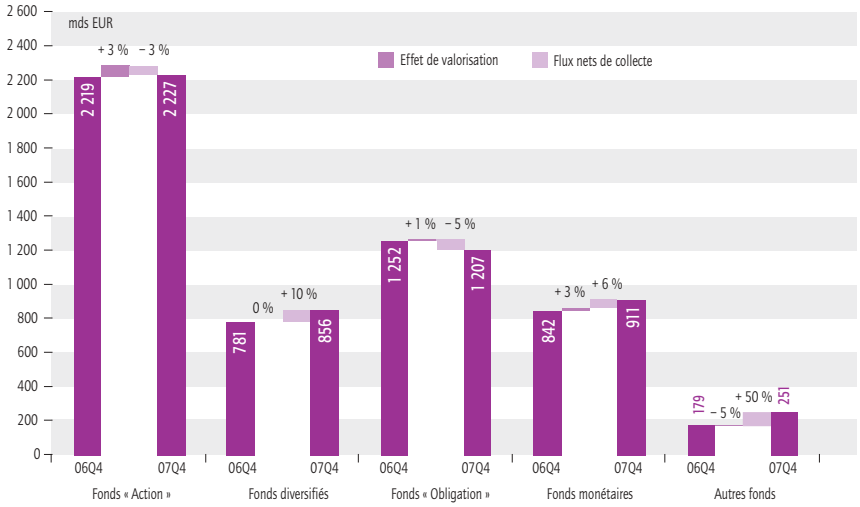
Source : ICI

B – La décollecte affecte quasiment tous les segments du marché de la gestion

S'il convient de les mettre en perspective, les effets de la crise sur l'activité du marché de la gestion d'actifs pour compte de tiers ne doivent pas pour autant être minimisés. Après avoir frappé les marchés de titres, ils se sont étendus à la quasi-totalité de l'industrie de la gestion d'actifs. Ils ont ainsi tout d'abord atteint les fonds exposés, généralement par le biais d'une détention de produits dérivés (CDS) ou structurés (ABS) aux risques afférents au marché du crédit *subprime* américain, tels que certains fonds monétaires dits « dynamiques ». Dans un second temps, un nombre de produits ont à leur tour été touchés lorsque la crise de confiance s'est étendue aux marchés du crédit interbancaire et, au-delà, aux marchés d'actions.

En termes de flux d'investissement, les conséquences ont été sensibles dès le troisième trimestre 2007. Ainsi l'EFAMA[7] a-t-elle enregistré pour cette période une décollecte par les OPCVM de quelque 61 milliards de dollars, qui a réduit les ventes (nettes) réalisées depuis le début de l'année d'environ un tiers. Eu égard aux catégories de fonds concernées, les décollectes les plus élevées ont été observées pour les fonds obligataires (- 46 milliards, toujours au troisième trimestre), puis pour les fonds actions et monétaires (respectivement - 22 et - 20 milliards). Absente des classifications de l'EFAMA, la catégorie des fonds monétaires dynamiques *(enhanced money market)* telle que définie par Lipper FERI représentait à elle seule 34 milliards de ventes nettes au troisième trimestre ; et les données disponibles pour le dernier trimestre indiquent que cette tendance s'est prolongée en fin d'année. Cependant, sur l'ensemble de l'année 2007, les effets de performance (de valorisation) ont contribué à atténuer les effets négatifs des décollectes observées (graphique 27).

Graphique 27 : décomposition des variations d'encours entre fin 2006 et fin 2007 en Europe en « flux net de collecte » et « effet valorisation » (en milliards d'euros)



Source : EFAMA, calculs AMF

(7) *European Fund and Asset Management Association.*

Le phénomène de décollecte a par ailleurs revêtu une importance plus particulière pour les fonds adossés à des actifs illiquides, que ce soit pour des raisons structurelles, comme pour les fonds spécialisés dans les petites et moyennes valeurs, ou plus conjoncturelles, comme pour certains fonds monétaires. Dans ce contexte, les faibles performances de certaines catégories de produits comme les fonds monétaires dynamiques ou à rendement absolu *(absolute return)* ont été soulignées. Pour autant, des effets positifs sur certaines catégories de produits jugées décorrélées de l'évolution globale des marchés ont également pu être observés :

> fonds d'actions de pays émergents – BRIC[8] –, certains fonds sectoriels (matières premières, infrastructures) et dans un contexte de recherche de transparence,
> fonds indiciels cotés *(exchange traded funds-ETF)*.

D'un point de vue géographique, après avoir enregistré des flux nets d'investissement positifs au troisième trimestre, les OPCVM domiciliés au Royaume-Uni et au Luxembourg ont affiché des mouvements de décollecte analogues à ceux des autres pays d'Europe, les données mensuelles de novembre, consécutives à la faillite de la banque *Northern Rock* au Royaume-Uni, indiquant, en effet, que ce phénomène s'est finalement étendu à l'ensemble des pays européens à l'exception de certains pays d'Europe de l'Est et du Centre.

Les effets de la crise sur le marché européen des OPCVM ont donc été substantiels, notamment dans la mesure où les différences de performance entre diverses catégories de fonds ont conduit à remettre en cause certaines préférences des investisseurs. Cependant, eu égard aux types d'investisseurs concernés, les ménages ont probablement été moins directement affectés que les investisseurs institutionnels par les turbulences des marchés. Leur détention de fonds monétaires (donc, *a fortiori*, de fonds monétaires dynamiques) ne représentait par exemple, à mi-2007, qu'une part modeste de leur patrimoine financier total (1 % en France) tandis qu'à cette date, les sociétés non financières françaises et autres investisseurs institutionnels détenaient pratiquement à parts égales 80 % du total des encours de cette catégorie de fonds (399 milliards d'euros) contre 20 % pour les autres secteurs confondus (ménages, administrations publiques et reste du monde)[9].

C – La gestion d'actifs hors OPCVM coordonnés continue de croître

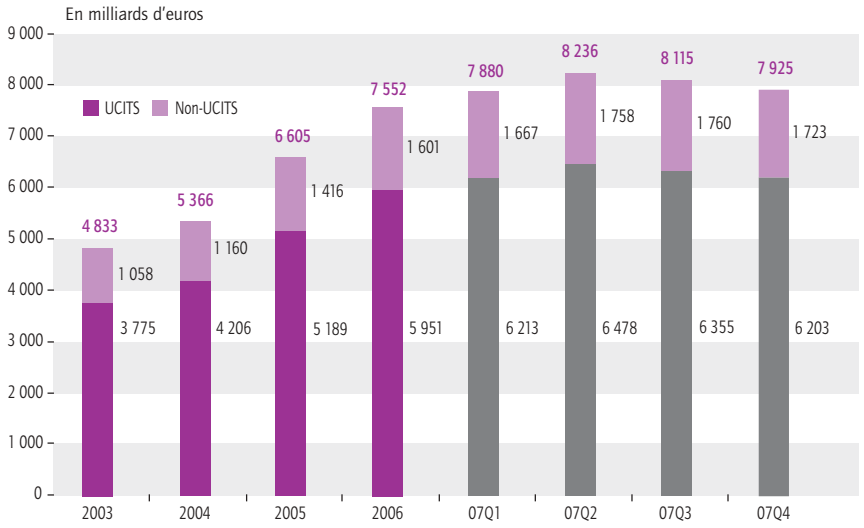
De façon générale, le développement de l'industrie de la gestion pour compte de tiers ne peut s'apprécier à la seule aune des fonds de gestion collective (OPCVM coordonnés au plan européen). De fait, on observe une croissance significative et assez généralisée des encours de fonds moins strictement réglementés qui sont proposés aux investisseurs qualifiés – institutionnels ou particuliers fortunés –, et ce sur la base de montants dont l'importance, même limitée aux « non-UCITS » recensés par l'EFAMA, est non négligeable (graphique 28). Cette croissance a indubitablement bénéficié à certaines branches d'activité de l'industrie de la gestion pour compte de tiers, mais sa description appelle à distinguer selon les principaux types de produits concernés.

1 > La poursuite du développement de la gestion alternative

Dans l'ensemble, selon HFR[10] , la gestion alternative a bénéficié en 2007 d'une croissance forte dont atteste la progression de + 27,6 % (+ 32,3 % hors fonds de *hedge funds*) des encours mondiaux de *hedge funds* à 1 868 milliards de dollars (800 milliards de fonds de *hedge funds* inclus, voir graphique 29)[11]. Une telle progression, compte tenu de leur performance annuelle globale probablement comprise entre 5 et 10 %[12], reflète sans nul doute une persistance des flux de collecte nette positifs

(8) Acronyme désignant le groupe de pays formé par le Brésil, la Russie, l'Inde et la Chine.
(9) Voir « Qu'en est-il de la décollecte sur les fonds monétaires ? » ; Lettre économique et financière de l'AMF, automne 2007.
(10) *Hedge Fund Research.*
(11) 1 730 milliards de dollars selon Lipper Tass, 2 680 selon HedgeFund.net
(12) Les mesures de performance agrégée sont susceptibles d'être biaisées par la méthode de pondération des stratégies ou la faible représentativité des échantillons.

Graphique 28 : gestion collective et sous mandat en Europe – encours sous gestion (en milliards d'euros)



Source : EFAMA

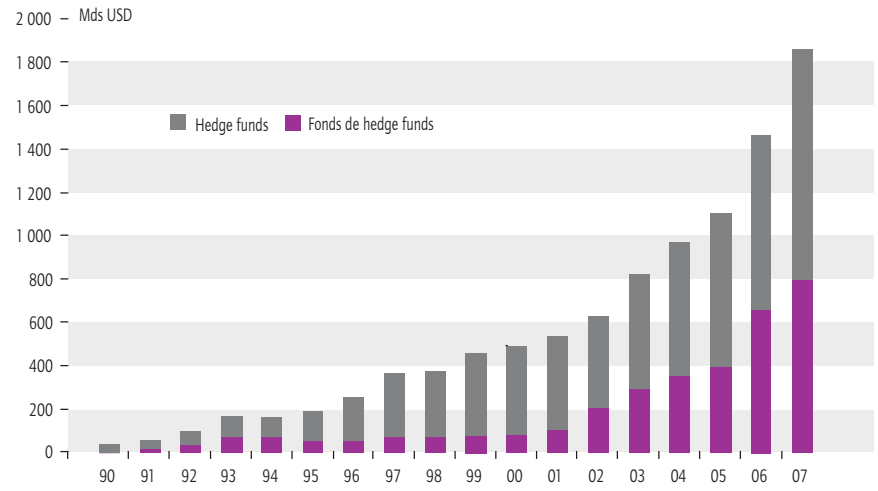
observés par le passé. Géographiquement les sources de ces flux semblent se situer surtout en Europe et en Asie, où les encours sous gestion restent faibles par rapport aux États-Unis, et croissent, selon certaines sources, de 40 % par an[13]. D'un point de vue plus conjoncturel, l'impact de la crise de liquidité sur les *hedge funds* s'est avant tout traduit par les difficultés de certains grands noms[14] et des performances mensuelles négatives pendant l'été qui ont été compensées depuis. Au total, on note que la dispersion des performances selon les stratégies s'est considérablement accrue en 2007[15]. Les stratégies ayant une exposition directionnelle sur les marchés d'actions et les stratégies *global macro* ont ainsi enregistré des performances supérieures à 10 % du fait de l'orientation des actions émergentes, tandis qu'à l'inverse les stratégies d'arbitrage et quantitatives ont eu des performances faibles ou négatives. Il convient enfin d'observer que la relativement bonne tenue du segment de la gestion alternative au second semestre 2007 est probablement due en partie à la plus grande stabilité des ressources des *hedge funds*, liée en particulier aux moindres obligations qu'ils ont de fournir de la liquidité à leurs porteurs – notamment, en l'occurrence, à la présence de périodes de blocage *(lock-up)* des fonds. Il n'est ainsi pas exclu que, s'ils perdurent, les effets de la crise sur la performance des *hedge funds* se matérialisent avec retard.

(13) Source : *McKinsey Global Institute*.

(14) *Natixis Special Report* du 7 janvier 2008 cite notamment *Dillon Reed Capital Management* (UBS), les deux fonds HGSC *(Bear Sterns), Sowood Capital Management, Sentinel Management Group, Global Alpha (Goldman Sachs)*.

(15) Le caractère généralisé (à l'ensemble des stratégies) de l'impact initial de la crise du *subprime* en août 2007 est cependant frappant.

Graphique 29 : encours mondiaux de *hedge funds*



Source : HFR

2 > Une croissance du *private equity* interrompue au second semestre

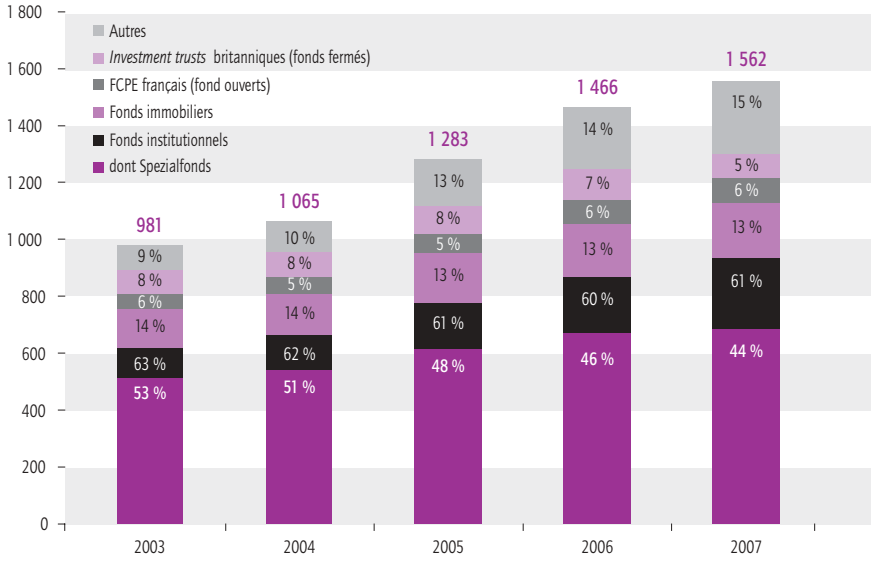
Les fonds de *private equity* ont, pour leur part, également enregistré une forte progression des encours sous gestion en 2007 mais ont connu une évolution plus contrastée au cours de l'année que les *hedge funds*. Au premier semestre, une accélération pour les opérations de Leveraged Buyout (LBO) de grande taille de l'activité, déjà particulièrement vigoureuse ces dernières années, a même été observée. Le montant des investissements des fonds de *private equity* français mesuré par l'AFIC a, par exemple, crû de 56 % sur un an, pour atteindre 6,4 milliards d'euros à la mi-2007[16]. Cependant, la détérioration des conditions de crédit a mis un frein drastique à l'activité au second semestre. En toute logique, et la perception empirique du nombre d'opérations réalisées en atteste, cela a affecté au premier chef les opérations de *Leveraged Buyout* (LBO), qui représentent en Europe la majeure partie de l'activité du *private equity*.

3 > Le développement des gestions institutionnelles

Enfin, de façon plus générale, l'activité des gestions institutionnelles et privées semble également avoir constitué un facteur de soutien à l'industrie de la gestion pour compte de tiers. Malgré la faible croissance des *Spezialfonds* allemands, les fonds institutionnels européens ont crû de + 7,6 % en rythme annuel à fin 2007 (graphique 30). Par ailleurs, la croissance de la gestion sous mandat au cours des années récentes s'est poursuivie. Dans ce secteur, dont les encours représentent en France près des deux tiers de ceux des OPCVM et sont souvent orientés vers des placements obligataires et de long terme, les effets des évolutions conjoncturelles sont restés limités.

(16) Ce montant s'élevait à 3,4 milliards d'euros à la mi-2005.

Graphique 30 : Europe – Composition des encours de fonds non UCITS* (milliards d'euros)



Source : EFAMA

* Hors fonds irlandais. Les FCPE (fonds communs de placement d'entreprise) sont, en France, des fonds dédiés par les entreprises à leurs salariés dans le cadre d'accords de participation ou de plans d'épargne salariale. Les fonds immobiliers revêtent une diversité de formes juridiques selon les différents pays européens où ils se sont développés. Les *Spezialfonds* caractérisent les fonds institutionnels allemands, fonds qui représentent des encours importants à l'échelle européenne.

Chapitre 2

La régulation et la coopération internationales

1 – L'action de l'AMF au sein des organisations internationales 56

2 – La coopération internationale en matière d'information financière, de comptabilité et d'audit 64

3 – La coopération internationale en matière d'intermédiaires et d'infrastructures de marché 77

4 – La coopération internationale en matière de gestion d'actifs 82

5 – La coopération internationale en matière de surveillance et de discipline des marchés 87

6 – La coopération internationale en matière technique 90

La mondialisation des marchés financiers et l'internationalisation des acteurs ont renforcé le rôle des organisations internationales et européennes. Il est donc nécessaire pour l'Autorité des marchés financiers d'analyser les évolutions des principaux marchés financiers, d'en maîtriser les enjeux en termes de risques et d'opportunité, afin de faire entendre sa voix et de participer pleinement au processus de normalisation international. En 2007, l'action internationale de l'AMF s'est ainsi déclinée selon trois axes :

> contribuer aux débats internationaux et européens ;
> promouvoir le modèle européen et français de régulation ;
> assurer de manière plus systématique une veille réglementaire au plan international.

Au sein des organisations internationales et européennes, l'AMF a continué à assurer en 2007 une présence active dans les débats relatifs à la régulation. À ce titre, elle a participé aux travaux du Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CESR), de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), du *Joint Forum* et du Forum de stabilité financière (FSF). De même, elle a suivi les travaux des organisations internationales et européennes chargées de l'élaboration et de la mise en œuvre des normes comptables et des normes d'audit internationales, notamment dans le cadre de la mise en œuvre des IFRS et de la problématique de l'équivalence des normes comptables. En charge de la présidence du Comité technique de l'OICV, confiée à Michel Prada, elle a accompagné le dialogue renouvelé avec l'industrie dans le souci d'assurer une plus grande transparence du travail de l'OICV. L'AMF a également pris part activement à ses différents *standings committees,* notamment celui qu'elle préside sur la gestion d'actifs.

La crise des *subprime* a conduit l'OICV à créer une *task force* spéciale chargée d'en analyser les différentes composantes et d'élaborer des propositions de réponses des régulateurs. Cette réflexion est venue enrichir et élargir les travaux déjà conduits par l'OICV à l'instigation de l'AMF sur le rôle des agences de notation dans le cadre de la notation des produits structurés. Ces travaux ont été conduits en étroite coordination avec le Forum de la stabilité financière, qui rapporte aux ministres des Finances du G7.

L'Union européenne a connu en 2007 plusieurs chantiers majeurs : la finalisation de la mise en œuvre du plan d'action des services financiers avec, en particulier, les dernières mesures techniques relatives à la directive MIF et à la transposition de la directive Transparence, les travaux préparatoires à la réforme du cadre réglementaire des OPCVM et, enfin, le bilan du processus Lamfalussy, qui a conduit à l'adoption du programme de l'Ecofin de décembre. L'AMF a été très présente sur ces sujets en présidant, au titre des travaux du CESR, d'une part le groupe sur la réforme du prospectus simplifié des OPCVM et, d'autre part, le groupe sur la procédure Lamfalussy.

La fusion effective de NYSE et d'Euronext a également conduit l'AMF à intensifier sa coopération avec le collège des régulateurs d'Euronext d'une part, et avec les autorités américaines d'autre part.

Enfin, l'AMF, conformément à son programme de travail, a développé des relations bilatérales avec les grands marchés émergents, notamment à travers la mise en place d'un programme de coopération avec la Chine, et a continué à assurer le secrétariat de l'IFREFI[1], renforçant ainsi la coopération technique entre les régulateurs francophones.

(1) Institut francophone de la régulation financière.

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

A – Le Forum de stabilité financière

Fondé à la suite de la crise asiatique de 1998 et présidé depuis 2006 par le gouverneur de la Banque d'Italie, Mario Draghi, le Forum de stabilité financière (FSF) réunit les représentants des ministres des Finances, les gouverneurs des banques centrales et les présidents des organismes de régulation boursière, bancaire et du secteur des assurances des pays du G8 élargi ainsi que de cinq autres pays[2]. Le FSF compte également parmi ses membres les représentants du Fonds monétaire international et de la Banque mondiale, de l'OCDE, de la Banque des règlements internationaux (BRI) et de la Banque centrale européenne (BCE). Les trois organisations internationales de régulateurs (le Comité technique de l'OICV pour les marchés financiers, le Comité de Bâle pour les banques et l'IAIS[3] pour les assurances) y sont représentées.

Les missions du FSF[4] sont étroitement tournées vers la promotion de la stabilité financière internationale, l'amélioration des conditions de fonctionnement des marchés, la réduction des risques systémiques. En 2007, il a été amené à traiter plusieurs problèmes majeurs, parmi lesquels les vulnérabilités et les risques du système financier international, ainsi que le rôle des *hedge funds* et la situation des centres financiers *offshore*.

1 > Les vulnérabilités et les risques du système financier international

Lors de sa réunion semestrielle de mars 2007 à Francfort, conscient des difficultés du marché américain des crédits hypothécaires (ci-après *subprime*), le FSF a souligné les conséquences, en termes de suivi et de supervision, de la généralisation des procédures de transferts de risques de crédit des banques vers des institutions non financières. Il a demandé au *Joint Forum*[5], qui regroupe les trois organisations internationales de régulation, de mettre à jour son rapport de 2005 sur ce sujet, la dégradation constatée sur le marché des *subprime* étant, pour le FSF, le signe d'un affaiblissement préoccupant du respect des normes de crédit.

Cependant, l'évolution qui s'est poursuivie aux États-Unis au cours de l'été s'est transformée en début de contagion vers d'autres marchés bancaires et financiers, notamment en Europe, puis en crise de liquidités internationale. À la suite de la crise de liquidités, le FSF, réuni en septembre à New York, a mis en place, à la demande des ministres des Finances du G7, un groupe de travail sur la « résilience » des marchés et des institutions financières *(Working Group on Market and Institutional Resilience)*. Ce groupe, qui a pour mission d'identifier les causes profondes de la crise et de proposer une réponse adaptée, a présenté dès octobre un rapport préliminaire auquel l'AMF, par la voix de son président, a apporté une contribution importante. Dans ce domaine en effet, l'AMF dispose d'une précieuse expertise due à son antériorité en termes d'analyse[6] sur le rôle des agences de notation, et aux responsabilités exercées par Michel Prada comme président du Comité technique de l'OICV.

Le rapport préliminaire du groupe de travail d'octobre 2007[7] a dressé la liste des quatre principaux axes de réflexion du groupe :

> les interactions entre distribution du crédit, liquidité des marchés et risques associés (notamment en termes de financement de cette liquidité) ;

> les lacunes dans la transparence et la valorisation des produits financiers complexes ;

(2) Australie, Hong Kong, Pays-Bas et Singapour, auxquels il convient d'ajouter la Suisse, invitée en janvier 2007 à se joindre au FSF.
(3) *International Association of Insurance Supervisors.*
(4) Le détail de ses attributions et de son action figurent sur son site internet : http://www.fsforum.org/home/home.html.
(5) Cf. *infra* page 60 du présent chapitre.
(6) Elle est en effet chargée, par la loi de sécurité financière d'août 2003, de « publier chaque année un rapport sur le rôle des agences de notation (...) ». Celui de janvier 2005, qui porte sur l'année 2004, a été le premier du genre, soit bien avant la crise des *subprime*.
(7) Disponible à l'adresse : http://www.fsforum.org/publications/FSFWGPreliminaryreportG715Octt.pdf.

> les conflits d'intérêts propres aux agences de notation et la problématique de la notation des produits financiers structurés (en particulier le rôle des agences dans leur développement et l'usage, par les investisseurs, du *rating* de ces produits) ;
> l'accélération des délais de mise en œuvre des principes de Bâle II sur les fonds propres des banques.

Le FSF a jugé déterminant que l'industrie prenne part à la réflexion commune pour l'établissement de mesures adaptées. Un rapport final sur les résultats de cette concertation doit être remis au FSF courant 2008.

2 > Les *hedge funds* et la gestion du risque de contrepartie

Depuis le rapport du FSF de 2000 sur les institutions financières à fort effet de levier *(Highly Leveraged Institutions)*, le secteur des *hedge funds* a connu une expansion rapide dans un contexte d'innovation financière continue. Au cours du premier semestre 2007, une mise à jour de ses travaux a conduit le FSF à publier en mai cinq recommandations générales dans une approche de prévention des risques systémiques. D'application immédiate, elles sont destinées aux institutions financières publiques et au secteur privé et portent sur :

> le renforcement de la gestion de leurs risques par les intermédiaires financiers internationaux (recommandations 1 et 2) ;
> l'amélioration des données relatives à l'exposition de ceux-ci aux *hedge funds* (recommandation 3) ;
> l'objectif assigné aux investisseurs et aux *hedge funds* en matière de transparence, de discipline de marché et de respect des normes (recommandations 4 et 5).

Un rapport d'étape[8] sur la mise en œuvre effective de ces recommandations publiées en mai a été présenté par le FSF en octobre aux ministres des Finances du G7 en même temps que celui du groupe de travail sur la résilience des marchés et des institutions financières. S'il a été l'occasion de relativiser l'impact de la crise des *subprime* sur les *hedge funds* en termes de pertes enregistrées et de baisse de leurs encours d'actifs gérés, ce rapport insiste, en revanche, sur les progrès devant être faits sur le plan de la transparence des méthodes, notamment dans la valorisation des instruments structurés.

Par ailleurs, en ce qui concerne l'état des réflexions et des actions conduites au regard des cinq recommandations de mai, il note que ce sont les deux dernières (celles numérotées 4 et 5) qui avaient donné lieu aux avancées les plus notables en raison des contributions apportées concomitamment par les professionnels au Royaume-Uni – au sein du *Hedge Fund Working Group*, HFWG[9] –, en Europe[10] et aux États-Unis[11]. Le HFWG britannique a engagé une consultation publique reposant sur quinze normes de bonne pratique financière relevant des principes posés par le FSF. Il est d'ores et déjà admis que ces normes, publiées en janvier 2008[12], ne seront pas obligatoires, mais qu'elles seront applicables sur la base de la règle *comply or explain*[13].

Les deux autres recommandations (1 et 2 d'une part, 3 de l'autre) ont été mises en œuvre avec retard en raison de la nécessité de prendre le recul nécessaire afin d'analyser l'impact réel de la crise des *subprime* et de se doter d'un corps de données quantitatives et qualitatives suffisamment fiables sur l'exposition des intermédiaires aux *hedge funds*. S'agissant plus particulièrement des recommandations 1 et 2, il a été convenu que le groupe travaillerait de concert avec le groupe de travail sur la résilience des marchés et des institutions financières.

(8) Disponible sur le site internet du FSF à l'adresse : http://www.fsforum.org/publications/FSFHLIUpdateprogressreporttoG715Oct.pdf.
(9) Le *Hedge Fund Working Group* a été créé en juin 2007 à l'initiative de 14 grands gestionnaires britanniques de fonds sous la présidence de Sir Andrew Large, ancien membre du conseil de la politique monétaire de la *Bank of England*.
(10) Dans le cadre de l'*Investor Steering Committee* installé par l'association européenne AIMA *(Alternative Investment Management Association)* en juin 2007.
(11) Dans le cadre de deux groupes de travail formés en septembre 2007 au sein du *President's Working Group on Financial Markets* (PWG).
(12) Cf. le site du HFWG : http://www.pellin.co.uk/HFWG/HFWG-FINAL-REPORT.pdf.
(13) La règle *comply or explain,* « se conformer ou s'expliquer », a été adoptée par les instances européennes en novembre 2005 dans le cadre du Forum de la gouvernance d'entreprises installé par la Commission.

3 > Les centres financiers *offshore*

Le statut des centres financiers *offshore* (OFC) et leur conformité avec les normes internationales a continué de faire l'objet d'un examen régulier sous l'égide du groupe de suivi *(OFCs Review Group)* mis en place sur ce thème lors de la réunion du FSF[14] à Tokyo en mars 2005 à la suite de la décision prise cinq ans plus tôt de remédier aux problèmes posés par certains d'entre eux en matière de transparence et d'intégrité des marchés.

Dans son rapport au FSF de septembre, le groupe de suivi s'est félicité des progrès réalisés dans la compréhension de la nature et du rôle des centres financiers *offshore* d'une part, de la coordination des efforts de supervision des régulateurs nationaux pour remédier à certains dysfonctionnements, d'autre part. Néanmoins, des faiblesses persistantes continuent d'être relevées s'agissant de leur implication dans la coopération entre régulateurs et du respect des pratiques prudentielles et d'intégrité des marchés. Le refus de certains centres financiers *offshore* de répondre aux attentes du Fonds monétaire international en matière d'information ralentit les évolutions positives qui peuvent être constatées par ailleurs. De fait, leur opacité est considérée par le groupe de suivi comme le principal problème à régler au cours des années à venir.

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

L'OICV, créée en 1983, compte 189 membres, soit 9 de plus qu'en 2006 (au total 109 membres ordinaires, 11 associés et 69 affiliés). Ensemble, ils forment le Comité des présidents, organe plénier qui adopte, notamment, les résolutions et les décisions stratégiques de l'Organisation. La structure comprend trois autres comités : le Comité exécutif, le Comité technique et le Comité des marchés émergents.

1 > Le Comité exécutif et l'*Implementation Task Force*

Le Comité exécutif assure le fonctionnement de l'OICV au quotidien. Il est présidé par Jane Diplock, présidente de la *Securities Commission* néo-zélandaise, avec comme vice-président Shang Fullin, président de la *China Securities Regulatory Commission*. Les membres du Comité exécutif sont les responsables des autres comités de l'OICV : Michel Prada pour le Comité technique, Meleveetil Damodaran, auquel a succédé en février 2008 Bassam K. Saket, pour le Comité des marchés émergents, ainsi que les présidents des quatre Comités régionaux de l'OICV. Les autres membres sont élus par leurs pairs au sein des Comités précédemment évoqués, de manière à assurer une représentation équilibrée des différents marchés selon leur taille et leur localisation géographique.

Le Comité exécutif de l'OICV veille, également, à promouvoir le plan stratégique adopté à la Conférence de Colombo en 2005, dont l'objectif principal est la signature d'un *mémorandum* multilatéral d'échange d'informations (MMOU) par l'ensemble des membres de l'OICV d'ici à 2010. Le plan de Colombo comporte, en outre, un objectif de développement des programmes de formation destinés aux marchés émergents dans la perspective d'un renforcement de la mise en œuvre des normes internationales.

Le Comité exécutif s'appuie dans cette tâche sur les travaux de l'*Implementation Task Force,* à laquelle l'AMF est représentée.

(14) La FSF OFC *Initiative* a été lancée en avril 2000.

2 > Le Comité technique et les *Standing Committees*

Composé des présidents des quinze autorités représentant les marchés les plus développés et les plus internationalisés, le Comité technique est un organe central au sein de l'OICV. Il est chargé d'examiner les principaux sujets de régulation internationale relatifs aux marchés de valeurs mobilières et de produits dérivés et d'élaborer des normes et des recommandations en la matière. Michel Prada en assure la présidence jusqu'en mai 2008 et Christopher Cox, président de la SEC (États-Unis), la vice-présidence.

Dans la conduite de ses travaux, le Comité technique s'appuie, notamment, sur cinq comités permanents *(Standing Committees)* qui se répartissent les grands axes de la réflexion stratégique de l'OICV :

- le SC1, chargé des questions relatives à l'information financière et comptable *(Multinational Disclosure and Accounting Standing Committee)* ;
- le SC2, chargé des questions relatives à la régulation des marchés secondaires *(Regulation of Secondary Markets Standing Committee)* ;
- le SC3, chargé des questions relatives à la régulation des intermédiaires de marché *(Regulation of Market Intermediaries Standing Committee)* ;
- le SC4, chargé des questions relatives au respect des lois et des règlements et à l'échange d'informations *(Enforcement and Exchange of Information Standing Committee)* ;
- le SC5, chargé des questions liées à la gestion d'actifs, actuellement présidé par l'Autorité des marchés financiers *(Investment Management Standing Committee)*.

Outre les *Standing Committees*, le Comité technique fait également appel à des *task forces* sur des thèmes spécifiques qui se sont consacrées en 2006 à l'audit, au gouvernement d'entreprise (indépendance des administrateurs, protection des actionnaires minoritaires), aux agences de notation, au capital risque *(private equity)*. La poursuite du dialogue avec l'industrie et la crise des *subprime* ont fortement mobilisé le Comité technique en 2007.

a) Le dialogue avec l'industrie

Le Comité technique a publié, pour la première fois, en février 2007, un programme de travail visant à développer une concertation internationale dans le domaine des marchés financiers. Cette initiative a reçu un accueil très favorable et a donné lieu à de nombreux commentaires des professionnels à l'occasion de la consultation publique organisée sur ce thème. Les professionnels ont également demandé un renforcement de la convergence des règles nationales pour faciliter les opérations transfrontières et de favoriser ainsi une plus grande fluidité des échanges sur les marchés de gros.

À la suite de cette première phase, les différents *Standing Committees* ont été invités à analyser et à prendre en compte, dans la mise à jour du programme de travail, les différents sujets soulevés par les contributeurs. Par ailleurs, il a été convenu que des réunions régulières entre le Comité technique et les acteurs du marché seraient organisées afin de maintenir une discussion de nature plus stratégique sur les enjeux des marchés. La réunion du Comité technique à Tokyo en novembre 2007 a ainsi permis d'organiser une première rencontre officielle avec les représentants des associations internationales représentant les différentes catégories d'acteurs de marché.

b) La crise des *subprime*

Le Comité technique a constitué en novembre 2007 une *task force* spécialement dédiée à la crise et chargée d'en analyser les différents aspects pour évaluer la mise en place d'initiatives en matière de régulation. Son rapport final est prévu pour la Conférence annuelle de l'OICV organisée à Paris en mai 2008. Les travaux de cette *task force* s'inscrivent également dans le cadre du concours de l'OICV au Forum de stabilité financière, lequel a été mandaté par le G7 pour assurer la cohérence et la

synthèse des actions menées par les organisations internationales en matière financière. La *task force* a ainsi identifié quatre sujets principaux :
> le rôle des agences de notation ;
> les questions comptables et la problématique de la valorisation ;
> la gestion du risque pour les intermédiaires financiers ;
> la transparence des produits financiers complexes vis-à-vis tant des investisseurs que des régulateurs.

La *task force* travaillera en liaison étroite avec les représentants des acteurs du marché dans le cadre de l'élaboration du rapport.

3 > Le Comité des marchés émergents

Le Comité des marchés émergents a en charge la promotion et le développement de l'efficience des marchés de valeurs mobilières et de dérivés des pays émergents. Il a vocation à mettre en place des normes financières communes, à organiser des programmes de formation à l'attention des personnels des autorités de régulation membres, et à encourager les transferts de technologies et d'expertises. Il était présidé par Meleveetil Damodaran, président du *Securities and Exchange Board of India* jusqu'en février 2008 ; son vice-président est Bassam K. Saket, président de la *Jordan Securities Commission*.

C – Le *Joint Forum*

Mis en place en 1996 sous le triple patronage du Comité de Bâle[15], de l'OICV et de l'Association internationale de supervision des assurances, le *Joint Forum* a vocation à traiter les problématiques communes aux trois secteurs concernés dans le but d'assurer une cohérence globale de la régulation. Constitué de manière paritaire et se composant de représentants de treize pays membres des organisations internationales, le *Joint Forum* est présidé depuis septembre 2007 par le *Comptroller of the Currency* des États-Unis, John Dugan.

Après une période 2003-2006 au cours de laquelle il a publié de nombreux textes centrés en grande partie sur la gestion des risques et les plans de continuité en cas de crise, le *Joint Forum* a orienté ses travaux sur l'approfondissement des thèmes qu'il s'était fixés l'année précédente. Parmi ceux-ci figure l'analyse des règles relatives à l'adéquation entre les services et instruments financiers offerts et les besoins de la clientèle lors de la commercialisation de produits et de services financiers. Ce sujet, traité par le *Joint Forum Customer Suitability Group*, a donné lieu à un rapport réalisé avec la contribution des professionnels (notamment français) et finalisé à la fin de l'année ; il sera publié courant 2008.

Le *Joint Forum* a également effectué, dans le cas des groupes et des conglomérats, une revue de leurs politiques d'identification et de gestion des risques, reconnaissant les progrès effectués en termes d'homogénéisation des procédures, d'amélioration des techniques et de renforcement des instances internes de suivi. Parallèlement, il a décidé d'amplifier son action en promouvant auprès des pays non membres les grands principes applicables aux conglomérats. Un groupe de travail, le *Joint Forum Principles Group*, a été constitué fin 2006 à cet effet, dont la tâche s'est poursuivie tout au long de l'année 2007.

Par ailleurs, le *Joint Forum* a engagé le réexamen de son rapport de 2005 sur les transferts de risques de crédit entre banques et institutions financières à la lumière des récents développements intervenus en ce domaine avec la crise des *subprime*. Les premières conclusions de cette réflexion conduite au sein du *Joint Forum Risk Assessment and Capital Group* seront présentées au FSF dans le courant du premier trimestre 2008.

(15) Dont l'appellation exacte est Comité de Bâle pour la supervision bancaire.

Enfin, il s'est attelé à une refonte de ses mandats, destinée à élargir son champ d'intervention sur la base d'une approche plus transversale de la thématique des risques : risques de crédit, de marché, de liquidité, opérationnels et de gestion, de blanchiment d'argent et de financement du terrorisme.

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

Le Comité européen des régulateurs de marché[16], dont le secrétariat général est situé à Paris, se réunit en formation plénière selon un rythme trimestriel, alternativement à son siège et dans la capitale européenne du pays présidant l'Union. Cette cadence permet aux membres du CESR de contribuer activement, « en temps réel » et en lien avec la Commission, à la coordination de la régulation financière en Europe, grâce aux réflexions de ses « groupes d'experts » et de ses « groupes opérationnels ». L'AMF, présente dans l'ensemble des groupes, conduit les travaux de deux groupes : celui consacré à l'évaluation du processus Lamfalussy, présidé par Michel Prada, et celui sur la directive Prospectus, présidé par Gérard Rameix, secrétaire général de l'AMF. Elle a, par ailleurs, présidé des sous-groupes, en particulier dans le domaine de la gestion d'actifs. D'autre part, elle a détaché auprès du CESR deux de ses collaborateurs.

Le CESR entretient un dialogue permanent avec les intervenants de marché au sein d'un comité consultatif *(Market Participants Consultative Meeting)*, ainsi que dans le cadre de consultations ouvertes auprès des professionnels sur des sujets donnés. À titre d'exemple, en 2007, les contacts ont notamment porté sur :

> certains aspects des directives Prospectus, Abus de marché ou MIF ;
> diverses problématiques comptables ;
> des questions relatives aux OPCVM.

Parmi les nombreux thèmes[17] traités par le CESR en 2007, l'AMF a notamment défendu ou promu un certain nombre de positions dans trois domaines : les orientations du CESR au-delà de 2007 ; la régulation de la gestion d'actifs ; la distribution des OPCVM.

1 > Les orientations du CESR

Une *task force* sur les orientations du CESR au-delà de 2007 *(Beyond 2007 Task Force)* a été mise en place au début de l'année sous la présidence de Michel Prada. Cette enceinte s'inscrit dans la continuité de la *Priorities Task Force*, qu'il présidait déjà, et qui avait eu pour mission de faire des propositions sur les nouvelles priorités du CESR après l'entrée en vigueur de la directive MIF et dans la perspective d'un renforcement de la convergence communautaire.

La *Beyond 2007 Task Force* a fonctionné dans le même esprit prospectif en centrant ses réflexions sur les structures de niveau 3 de l'Union, qui correspondent à l'action des autorités nationales en matière de mise en œuvre de la législation européenne. L'ambition de l'AMF au sein de la *task force* vise à doter le CESR de la pleine capacité à répondre aux nouveaux défis des marchés en lui reconnaissant un rôle institutionnel pour coordonner les actions des régulateurs nationaux. Elle a permis, malgré les divergences d'approches entre ses membres, de poser clairement les enjeux. De ce fait, les

(16) *Committee of European Securities Regulators* dont les membres sont : Bundesanstalt für den Finanzdienstleistungsaufsicht (Allemagne), Finanzmarktaufsicht (Autriche), Commission bancaire, financière et des assurances (Belgique), Financial Supervision Commission (Bulgarie), Cyprus Securities and Exchange Commission (Chypre), Finanstilsynet (Danemark), Comisión Nacional del Mercado de Valores (Espagne), Finantsinspektsioon (Estonie), Rahoitustarkastus (Finlande), Autorité des marchés financiers (France), Capital Market Commission (Grèce), Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete (Hongrie), Financial Regulator (Irlande), Fjármálaeftirlitið (Islande), Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Italie), Finanšu un kapitala tirgus komisija (Lettonie), Lietuvos Respublikos vertybiniu popieriu komisija (Lituanie), Commission de surveillance du secteur financier (Luxembourg), Malta Financial Services Authority (Malte), Kredittilsynet (Norvège), Autoriteit Financiele Markten (Pays-Bas), Komisja Papierów Wartosciowych i Gield (Pologne), Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (Portugal), Úrad pre financný trh (République slovaque), Komise pro cenné papíry (République tchèque), Comisia Nationala a Valorilor Mobiliare (Roumanie), Financial Services Authority (Royaume-Uni), Agencija za trg vrednostnih papirjev (Slovénie), Finansinspektionen (Suède), Commission européenne (Union européenne).

(17) Ils sont repris dans son rapport annuel disponible à l'adresse électronique http://www.cesr.eu.

positions respectives ont évolué sur un certain nombre de points, comme la capacité du CESR à porter des projets au nom de l'Union ou la meilleure articulation du « réseau » des régulateurs nationaux. Enfin, la *task force* a saisi les autorités européennes (Commission, Conseil et Parlement) des orientations possibles en matière de convergence.

Le débat ouvert par la *Beyond 2007 Task Force* sera nécessairement long en raison de l'importance majeure des thèmes soulevés.

2 > Le rapprochement des régulations européennes

Le rapprochement des régulations européennes a, comme les années précédentes, pris la forme d'une réflexion du CESR sur les grandes orientations stratégiques qu'il entend se donner au sein des institutions de l'Union, complétée par la mise en œuvre d'applications pratiques liées à la transposition des directives.

a) Les grandes orientations stratégiques de la régulation européenne : le 3L3

Le 3L3 (pour *3 European Level 3 Committees*) a décidé de mettre en œuvre un programme de travail triennal visant à renforcer la cohésion des politiques de régulation (2008-2010). Dans un premier temps, ce programme a été soumis en novembre 2007 à la consultation des professionnels.

Un groupe commun, présidé par Michel Prada, a pour mission de développer une culture européenne commune entre les régulateurs nationaux. Installé en mai 2006, il s'attache plus particulièrement à développer la coopération entre les secteurs complémentaires que sont la banque, les assurances et la finance en matière de formation.

b) Les projets techniques

L'AMF a joué un rôle moteur dans plusieurs dossiers liés à la mise en œuvre technique de directives. Ainsi, dans le cadre de la convergence induite par la directive MIF, le projet TREM *(Transaction Reporting Exchange Mechanism)* a continué de mobiliser les régulateurs, dont l'AMF – qui en est à l'origine – afin de finaliser sa montée en puissance : le 1er novembre 2007, le CESR a pu annoncer la mise en route d'une plate-forme d'échange d'informations sur les transactions boursières entre ses membres.

De même, l'AMF a été très active au sein de la *task force* du CESR sur les agences de notation[18] *(Credit Rating Agencies Task Force)*, constituée pour répondre au souhait de la Commission européenne de s'assurer de la mise en œuvre, par les agences de notation, du code de bonne conduite publié par l'OICV en décembre 2004. Cette implication est à mettre en relation avec la dynamique impulsée par le Comité technique de l'OICV et la *task force* de l'OICV sur la crise des *subprime*.

E – Les relations avec les institutions communautaires

1 > Le groupe interinstitutionnel de surveillance

Sept ans après le lancement du processus Lamfalussy[19], le groupe interinstitutionnel de surveillance (IIMG)[20], composé de personnalités de haut niveau désignées par les institutions européennes (Parlement, Conseil, Commission), a remis son rapport sur l'évolution de la régulation financière en Europe, et a entendu l'AMF à cette occasion.

Présentant une évaluation positive des progrès réalisés dans l'intégration financière européenne, l'IIMG appelle à la poursuite de nouveaux progrès en ce domaine. Ses recommandations, publiées en

(18) Cf. *infra* page 67 du présent chapitre.
(19) Du nom du président du Comité des sages qui avait remis en février 2001 à la Commission des propositions pour réformer les mécanismes décisionnels européens en matière de services financiers.
(20) *Inter-Institutional Monitoring Group.*

octobre 2007, partent du constat que les obstacles persistant en matière de convergence rendent nécessaire d'améliorer la coordination des actions des régulateurs[21] et de renforcer leur rôle. Le Parlement, le Conseil et la Commission auront à se prononcer sur les nombreuses propositions de l'IIMG.

2 > Les relations avec les autres instances européennes

Dans le cadre de ses relations avec les institutions européennes, l'AMF a été consultée en 2007 au titre de la préparation du rapport au Parlement européen sur la gestion d'actifs[22], dit rapport Klinz, aux travaux duquel elle a contribué. De manière générale, elle s'est attachée à entretenir des échanges de qualité avec les parlementaires européens sur des questions relatives aux aspects techniques de la supervision financière. De même, la procédure de transposition et de mise en œuvre de la directive MIF a été l'occasion de fréquents entretiens avec les services de la Commission européenne en collaboration avec la Direction générale du Trésor et de la politique économique (DGTPE) du ministère des Finances.

Comme les années précédentes, l'AMF a détaché deux de ses experts au sein du secrétariat de la Commission des affaires économiques et monétaire du Parlement européen et au sein de la Direction générale du Marché intérieur de la Commission européenne.

F – La coopération des régulateurs de NYSE Euronext

La fusion entre le *New York Stock Exchange* (NYSE) et Euronext est devenue effective le 4 avril 2007 avec la constitution d'une société *holding* de droit américain. À cette même date, la nouvelle action de la société NYSE Euronext Inc., ayant son siège aux États-Unis, a été admise à la négociation sur les deux bourses de New York et d'Euronext Paris.

Depuis la création du nouvel ensemble, et dans le cadre de l'accord signé le 10 janvier 2007 par les régulateurs d'Euronext d'une part, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) de l'autre, la coopération relative à la supervision de ce vaste marché s'est progressivement mise en place. Au cours du second semestre 2007, deux réunions techniques se sont tenues entre collaborateurs de la SEC et membres du comité de pilotage des régulateurs d'Euronext, qui ont notamment porté sur les conditions de mise en place d'un système informatique de suivi des transactions, qui n'a pas encore vu le jour. D'une manière plus générale, le groupe NYSE Euronext s'interroge sur la nécessité de mettre en place une gestion intégrée ou harmonisée : ce n'est que lorsque celle-ci sera éventuellement opérationnelle que les régulateurs de part et d'autre de l'Atlantique pourront se concerter sur des règles communes.

D'autre part, conformément aux engagements pris en janvier 2007[23], le Comité des présidents des régulateurs d'Euronext s'est prononcé sur les différentes nominations intervenues au sein du conseil d'administration du Comité de direction *(Management Committee)* de NYSE Euronext.

S'agissant plus particulièrement des marchés européens, le Comité des présidents s'est prononcé favorablement sur les différentes évolutions des règles de marché et les restructurations[24].

(21) Les comités européens de régulation, émanation des régulateurs nationaux, sont le CESR pour la finance, le CEBS *(Committee of European Banking Supervisors)* et le CEIOPS *(Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supevisors)*.
(22) Disponible sur le site internet de la Commission européenne à l'adresse : http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A6-2007-0460+0+DOC+PDF+V0//FR&language=FR.
(23) Cf. rapport annuel 2006, p. 202.
(24) Cf. *infra* chapitre 4, page 177.

2 – La coopération internationale en matière d'information financière, de comptabilité et d'audit

A – Les travaux du CESR et la directive Prospectus

Le groupe de contact, mis en place par le CESR (*Committee of European Securities Regulators*, présidé par Eddy Wymeersch, président de la Commission bancaire, financière et des assurances belge) en septembre 2005 dans le but de faciliter le fonctionnement du passeport européen et de veiller à la mise en œuvre harmonisée de la directive au sein des États membres de l'Union (ci-après « groupe de contact Prospectus »), a poursuivi ses travaux sous la présidence de Gérard Rameix, secrétaire général de l'AMF. Il s'est réuni à trois reprises au cours de l'année écoulée.

Les sujets traités ont notamment porté sur l'évaluation de la mise en œuvre de la directive Prospectus par le CESR qui, deux ans après sa transposition, s'est attaché à vérifier dans quelle mesure les objectifs de protection des investisseurs et de développement des marchés financiers avaient été atteints. Cet exercice d'évaluation avait également pour objectif d'assurer une application harmonieuse des dispositions de la directive et du règlement européen correspondant[25] par les différents régulateurs. L'évaluation s'est déroulée en trois étapes :

> de novembre 2006 à janvier 2007, le CESR a lancé une consultation publique en invitant les professionnels à lui adresser leurs commentaires sur d'éventuels obstacles au bon fonctionnement du passeport européen, l'existence de divergences dans la pratique entre les régulateurs ainsi que leur appréciation de l'impact de la directive sur le développement des marchés et des opportunités d'investissement ;

> à partir des réponses recueillies, le CESR a ensuite rédigé un rapport synthétisant les critiques formulées et les questions soulevées, rapport publié le 13 juin 2007[26] et discuté au sein du groupe de contact Prospectus ;

> enfin, les sujets significatifs identifiés lors de cette discussion serviront à déterminer les prochains travaux du groupe de contact Prospectus et à alimenter l'évaluation de la mise en œuvre de la directive que les services de la Commission européenne entendent mener en 2008.

Parallèlement à cet exercice d'évaluation, le groupe de contact Prospectus a effectué un important travail de mise à jour de la liste des questions-réponses publiée par le CESR sur la directive concernée. Il convient de souligner que ce travail a mis en exergue l'attachement des professionnels à un document particulièrement utile sur le plan opérationnel.

En outre, le groupe de contact Prospectus a adopté une position commune sur de nombreux sujets, notamment :

> le mode de calcul du seuil de définition d'une offre au public (fixé à 2 500 000 euros) ;

> l'incorporation par référence de documents dans un prospectus et les modalités de mise en œuvre, notamment en matière linguistique ;

> l'information financière présentée dans un prospectus (pour les sociétés ayant moins d'un an d'activité, lorsque la société a publié des informations intermédiaires) ;

> l'interprétation de certaines dispenses de prospectus prévues par l'article 4 de la directive ;

> la définition d'une offre en séquence[27] et la responsabilité dans la rédaction du prospectus et ses mises à jour ;

> la distinction entre prospectus de base et conditions définitives.

(25) Règlement n° 809/2004 du 29 avril 2004.
(26) *CESR's Report on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation* (June 2007, CESR/07-225).
(27) Ou en « cascade ».

Enfin, le 13 décembre 2007, le CESR a annoncé qu'il allait engager une réflexion, à la demande de la Commission européenne, sur une adaptation des informations exigées dans un prospectus établi dans le cadre d'une offre réservée aux salariés par une société d'un pays tiers.

B – Les travaux du CESR et la directive Transparence

La directive Transparence[28] est venue compléter, au sein du « processus Lamfalussy », le dispositif prévu par les directives Abus de marché et Prospectus ; elle harmonise les exigences d'information périodique et permanente des sociétés dont les instruments financiers sont négociés sur un marché réglementé, ainsi que les obligations de déclarations de franchissement de seuil des actionnaires de ces sociétés. Elle est d'harmonisation minimale, ce qui signifie que l'État membre d'origine peut imposer des obligations plus strictes aux sociétés et aux actionnaires relevant de sa compétence.

1 > La transposition de la directive en droit français

La directive Transparence a introduit en droit français la notion d'information réglementée, laquelle se compose des informations que les émetteurs sont tenus de publier en vertu de la directive ainsi que des informations privilégiées dont la publication est exigée par la directive Abus de marché. S'y ajoutent les informations supplémentaires exigées par les États membres d'origine.

Cette information réglementée donne lieu, selon la directive Transparence, à une obligation de publication qui revêt trois formes :

> une diffusion effective et intégrale par les émetteurs, ce qui implique le recours à des médias permettant une diffusion efficace dans l'ensemble de l'Union européenne, et non pas une simple mise en ligne sur leurs propres sites internet ;

> le dépôt des documents contenant cette information auprès de l'autorité compétente de l'État membre d'origine ;

> la transmission à un site internet centralisé d'archivage[29].

En France, la directive Transparence a été transposée par la loi pour la confiance et la modernisation de l'économie, dite « loi Breton »[30], qui a renvoyé au règlement général de l'AMF le soin de fixer certaines modalités d'application. Après une série de consultations publiques conduites par l'Autorité en 2006 afin de recueillir les observations des professionnels, des débats organisés au sein des commissions consultatives de l'AMF et l'adoption de ces mesures par le Collège, celles-ci ont été homologuées par deux arrêtés du ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie publiés en 2006 et début 2007.

Les nouvelles dispositions du règlement général définissent, notamment, la notion d'information réglementée et précisent les modalités de communication financière par voie de presse écrite. Elles créent une présomption de diffusion effective et intégrale lorsque les sociétés utilisent les services d'un diffuseur professionnel inscrit sur une liste publiée par l'AMF.

2 > Les mesures d'application générales de la directive

Pour sa mise en œuvre, la directive Transparence a cependant nécessité des mesures complémentaires d'application et de transposition qui ont été examinées dès 2005 au sein du CESR. Il en est résulté une directive d'application dont la mise au point, courant 2006, a donné lieu à plusieurs textes

(28) Directive n° 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, publiée au Journal officiel de l'Union européenne le 31 décembre 2004 avec une date butoir de transposition fixée au 20 janvier 2007

(29) Cf. page 66 du présent chapitre.

(30) Loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005.

successifs. La directive d'application a été publiée le 9 mars 2007[31], les États membres disposant d'un délai d'un an, soit jusqu'au 9 mars 2008, pour la transposer.

Les mesures d'application de la directive Transparence apportent des précisions sur divers points, notamment sur la divulgation d'informations financières par les émetteurs dans les rapports semestriels ; la divulgation des participations importantes par les investisseurs ; les normes minimales relatives à la diffusion paneuropéenne d'informations réglementées auprès du public ; les exigences minimales à satisfaire pour accepter l'équivalence des réglementations de pays tiers en ce qui concerne certains éléments de la directive.

Dans le cadre de la transposition de ces mesures dans son règlement général, l'AMF a lancé en 2007 une consultation publique[32] portant, notamment, sur les dispositions relatives au rapport financier semestriel, aux dispenses accordées aux émetteurs ayant leur siège hors de l'Espace économique européen et aux déclarations de franchissement de seuil. S'agissant des franchissements de seuil, plusieurs problématiques ont été traitées :

> conditions d'acquisition des actions[33] ;
> conditions de dispense de déclarations du franchissement du seuil de 5 %, accordée aux teneurs de marché ;
> précisions relatives à l'exception au principe d'agrégation des participations pour les sociétés de gestion et de portefeuille pour compte de tiers, relevant d'un droit étranger ;
> contenu de la déclaration de franchissement de seuil[34] ;
> fixation à trois jours du délai de publication de déclaration, à charge des émetteurs ou du régulateur et dans le respect des critères de diffusion applicables à l'information réglementée.

Une modification du règlement général est prévue courant 2008 qui tiendra compte des éléments issus de cette consultation par l'AMF ouverte du 24 août au 15 octobre 2007.

3 > Les mesures particulières relatives à l'archivage

À la suite de la publication le 6 juillet 2006 d'un avis technique du CESR, pour lequel il avait reçu mandat de la Commission, et de l'appel à commentaires sur un document de travail de la Commission de mars 2007, celle-ci a publié, le 11 octobre 2007, une recommandation[35] concernant la mise en place du réseau électronique reliant les mécanismes officiellement désignés par les États membres pour le stockage centralisé des informations réglementées[36].

Cette recommandation invite les États membres à prendre les mesures nécessaires pour interconnecter ces fichiers centraux sur la base d'un dispositif électronique respectant des normes minimales de sécurité, de fiabilité des sources d'information, d'enregistrements horaires et de facilités d'accès pour les utilisateurs finaux. Les États membres ont jusqu'au 31 décembre 2008 pour désigner l'organisme d'archivage au plan national. En ce qui la concerne, l'AMF participera en 2008 aux travaux destinés à permettre la désignation de cet organisme pour la France.

Par ailleurs, la recommandation assigne un rôle important au CESR dans le lancement de ce réseau électronique. Le délai de trois ans (s'achevant en septembre 2010) dont il dispose pour organiser le

(31) Directive 2007/14/CE du 8 mars 2007, publiée au JOUE du 9 mars 2007, portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la directive 2004/109/CE 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.
(32) Cf. *infra* chapitre 7, page 251.
(33) Définition des instruments financiers donnant le droit d'acquérir, à l'initiative du détenteur uniquement, des actions auxquelles sont attachés des droits de vote.
(34) Cela dans le cadre d'un projet de formulaire européen à l'essai jusqu'à la fin du premier semestre 2008, sur lequel les investisseurs sont appelés à faire part de leurs observations aux régulateurs.
(35) Recommandations du 11 octobre 2007 de la Commission concernant le réseau électronique reliant les mécanismes officiellement désignés pour le stockage centralisé des informations réglementées, visées dans la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil, JOUE du 12/10/2007.
(36) Cf. *infra* chapitre 3, page 97.

développement futur du réseau paneuropéen est un objectif à long terme visant à ouvrir un guichet unique aux investisseurs pour l'accès aux informations financières des émetteurs.

4 > La poursuite du « processus Lamfalussy »

Dans le cadre du « processus Lamfalussy »[37], les travaux de niveau 3 relatifs à la mise en œuvre dans les États membres des directives concernées se sont poursuivis au sein du CESR. Ils ont notamment porté sur la mise en œuvre d'applications convergentes avec les autres États parties à l'accord sur l'Espace économique européen au titre de la directive Transparence et de ses mesures d'exécution.

À la suite d'un appel à commentaires[38] du 11 juillet 2007, destiné à recueillir les observations des acteurs du marché sur la nécessité d'engager ces travaux de niveau 3, le CESR a tenu plusieurs réunions. Le groupe des experts « directive Transparence » (TEG, pour *Transparency Experts Group*) a été réactivé afin de permettre l'élaboration préalable d'un état des lieux en la matière[39]. Il est entendu que le TEG, qui poursuivra ses travaux en 2008, pourra également élaborer des propositions d'harmonisation sur les sujets les plus urgents.

C – Les agences de notation

1 > L'environnement réglementaire et international des agences de notation

Au plan réglementaire, la réforme du *ratio* de solvabilité bancaire (« Bâle 2 ») permet désormais aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement d'utiliser dans certains cas les notations externes. En France, seules les agences formellement reconnues comme organismes externes d'évaluation du crédit (OEEC) par la Commission bancaire peuvent voir leurs évaluations utilisées par les établissements de crédit.

Au niveau international, diverses instances, notamment le Forum de stabilité financière (FSF) ou l'Organisation internationale des commissions de valeur (OICV), ont commencé, dès le premier semestre 2007, à mener des travaux sur la notation des produits financiers structurés. Dès le mois de mars, le FSF a souligné l'importance du rôle des agences de notation dans ce domaine et a chargé l'OICV et la Banque des règlements internationaux (BRI), en particulier son *Committee on the Global Financial System* (CGFS), de mener des réflexions approfondies sur ce sujet au regard de leur champ de compétence respectif. L'OICV doit publier au printemps 2008 un rapport sur ce sujet dans lequel sera notamment examinée l'hypothèse d'une modification de son code de conduite des agences de notation publié en décembre 2004. La Commission européenne a, par ailleurs, chargé le CESR d'examiner en particulier trois points : la qualité du processus de notation des produits financiers structurés ; le traitement des conflits d'intérêts potentiels ; la conformité des agences de notation avec le code de conduite de l'OICV.

Au travers de ces différentes instances internationales auxquelles elle participe, l'AMF continuera d'insister sur les trois thèmes majeurs qui lui paraissent indispensables à la qualité et à l'intégrité des processus de notation, à savoir :

> la gestion des conflits d'intérêts potentiels qui peuvent apparaître au sein des agences, du fait de leurs modalités de rémunération, comme du développement des activités dites « annexes » ;

> la transparence des agences sur les éléments qui sous-tendent les notations délivrées et sur l'impact de leurs évolutions méthodologiques ;

(37) Cf. *supra* renvoi 19 page 62.
(38) *Call for Evidence on the Possible CESR Level 3 Work on the Transparency Directive.*
(39) Sous la forme d'un tableau comparatif des informations relatives à la transposition et à l'application des mesures sur la transparence dans les différents États membres.

> une réflexion sur les limites potentielles des modèles des agences, la signification et la comparabilité des notations, ainsi que la volatilité ou la sensibilité des notes dans le domaine particulier du financement structuré.

Par ailleurs, l'AMF a publié le 17 janvier 2008 son quatrième rapport sur le sujet. Il comprend cette année une analyse de la notation sur le marché des *subprime* aux États-Unis. Il évoque également les nouvelles règles annoncées par la SEC en mai 2007 dans le cadre de la loi de 2006[40] relative au statut de *Nationally Recognised Statistical Rating Organisation* (NRSRO). Enfin, le rapport consacre un développement à la régulation des agences de notation, laquelle fait l'objet de débats tant au sein du CESR que de l'OICV.

2 > Le rôle des agences de notation en matière de crédit aux entreprises

Dans la deuxième partie de son rapport, l'AMF procède à une analyse statistique du marché français : en 2006, 366 entités ont fait l'objet d'une notation à long terme à leur demande, soit une progression de 4 % par rapport à l'année précédente. Si l'on considère les sociétés en termes de groupe, c'est-à-dire après agrégation des caisses ou des banques régionales d'un certain nombre de groupes bancaires, le secteur bancaire représente 18 % des groupes notés, les groupes industriels 46 %. Le rapport note que :

> la notation moyenne des émetteurs français est centrée sur un risque moyen, voire faible, même si le nombre de sociétés ayant une notation dite « spéculative » augmente légèrement (9 % en 2006, contre 7 % en 2005) ;

> si, globalement, le *ratio* hausses/baisses de notation (qui indique les changements enregistrés d'une année sur l'autre) traduit encore une amélioration nette de la notation des sociétés françaises, il s'inscrit en recul par rapport à 2005. Il est toujours élevé dans les banques, alors qu'il se dégrade dans les entreprises industrielles – signe que les baisses de notation ont été un peu plus nombreuses.

Par ailleurs, le rapport aborde en détail le rôle des agences de notation sous l'angle des processus de notation et des méthodologies utilisées ;

> sur le premier point, l'AMF rappelle, pour une bonne information des investisseurs, que la notation a une valeur relative (elle sert à classer les sociétés en fonction de leurs risques de défaut) et qu'elle repose sur des données correspondant aux performances passées des sociétés ;

> en ce qui concerne les méthodologies utilisées et les relations avec les investisseurs, le rapport souligne que les agences ont fait des efforts de transparence importants sur les ajustements de méthodologie pratiqués au moment de l'analyse d'une société. Il rappelle que certaines d'entre elles publient le résultat de ces ajustements pour chacune des notations réalisées ou développent des méthodologies sectorielles spécifiques. Le rapport note également que des émetteurs souhaitent améliorer encore leur dialogue avec les agences, notamment sur les éléments précis ayant concouru à la notation. Sur ces différents points, l'AMF recommande une meilleure concertation entre les sociétés et les agences ainsi que le recours de ces dernières à la consultation publique en cas de changements de leur méthodologie.

3 > L'analyse de la notation sur le marché des *subprime* aux États-Unis

Dans une étude publiée en janvier 2008[41], l'AMF dresse un état des lieux du comportement des agences de notation à l'égard des véhicules de titrisation dont les *subprime* sont le support – les RMBS[42] *subprime* –, au cours de la période de janvier à octobre 2007. Les principales conclusions en sont les suivantes :

(40) Il s'agit du *Credit Rating Agency Reform Act* de 2006.
(41) Publiée dans la collection « Risques et Tendances » de l'AMF et disponible sur le site internet de l'AMF à l'adresse http://www.amf-france.org/documents/general/8129_1.pdf.
(42) Pour *Residential Mortgage Backed Securities*.

> les agences de notation ont commencé à procéder à un nombre significatif de dégradations de notes de RMBS *subprime* dans le courant de l'été 2007, tandis que les indicateurs principaux du marché hypothécaire (notamment le taux de défaut des *subprime*) avaient déjà changé de tendance à la fin 2005 ;
> le marché des RMBS *subprime* n'a pas attendu ces dégradations de notation pour procéder à des ajustements à la baisse, comme en témoigne la forte baisse des indices à partir de février 2007. Toutefois, les dégradations massives opérées à partir de l'été ont accentué très fortement le mouvement ;
> les dégradations ont concerné, pour l'essentiel, des tranches récemment émises sur le marché, la majeure partie des actions des agences se concentrant sur les émissions effectuées par les véhicules de titrisation en 2006 ;
> les notes ont été marquées par une forte instabilité, un nombre important de tranches ayant fait l'objet de dégradations successives dans le temps.

D – L'information comptable et l'audit

1 > Les nouvelles directives à transposer

En 2006, les deux directives 2006/43/CE et 2006/46/CE ont modernisé ou modifié trois « directives comptables » fondamentales qui avaient été publiées par la Commission européenne il y a plus de vingt ans : la 4e directive de 1978 relative aux comptes annuels des sociétés de capitaux, la 7e directive de 1983 relative aux comptes consolidés des sociétés de capitaux, la 8e directive de 1984 relative au contrôle légal des comptes. Ces deux directives, qui contribuent à renouveler le cadre comptable européen, ont fait l'objet en 2007 d'un début de transposition en droit français.

a) La modernisation de la 8e directive et sa transposition

La modernisation de la 8e directive par la directive 2006/43/CE[43] avait pour objet de renforcer la confiance des investisseurs non-européens dans le fonctionnement des marchés de capitaux de l'Union. Elle instaure en particulier une coopération plus étroite entre les autorités compétentes des États membres et celles des pays tiers lorsque le contrôle légal des comptes de groupes internationaux l'exige.

Parmi les principales dispositions nouvelles, certains éléments ont été transposés en droit français courant 2007 par décret[44]. Elles concernent en particulier :

> les entités d'intérêt public[45], l'article 23 du décret faisait obligation aux cabinets chargés du contrôle légal des comptes annuels ou consolidés de publier un « rapport de transparence » annuel[46] incluant la description de la structure juridique des entités en question, la composition de leur capital, la date du dernier examen de contrôle qualité auquel elles ont été soumises, une déclaration relative à la politique suivie en matière de formation, la ventilation des honoraires perçus par type de services rendus, ainsi qu'une déclaration concernant les pratiques d'indépendance. En cas d'appartenance à un réseau, une description des structures et des dispositions juridiques qui l'organisent doit également être fournie. En outre, chaque entité doit communiquer une description de ses organes de direction, d'administration et de surveillance, avec l'indication de leurs modalités d'organisation et de fonctionnement. Le décret instaure par ailleurs le principe d'une information du public relative aux bases de rémunération des associés ;

(43) Publiée au Journal officiel de l'Union européenne le 9 juin 2006.
(44) Décret n° 2007-179 du 9 février 2007 modifiant le décret n° 69-810 du 12 août 1969.
(45) Selon l'article 2 de la directive 2006/43/CE (8e directive), les « entités d'intérêt public » sont les entités régies par le droit d'un État membre dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé d'un État membre, les établissements de crédit, les entreprises d'assurance, ainsi que les autres entités que les États membres peuvent également désigner comme entités d'intérêt public, par exemple celles qui sont significatives en raison de la nature de leurs activités, de leur taille ou du nombre de leurs employés.
(46) Le délai de publication est fixé à trois mois à compter de la date de clôture de l'exercice.

> l'enregistrement des professionnels du chiffre, l'article 11 du décret précisant les modalités de mise à jour de la liste des commissaires aux comptes et le contenu des informations jointes à cette liste – doivent notamment y figurer les données relatives à l'appartenance du cabinet à un réseau ;
> les contacts de la profession avec ses homologues nationaux dans les autres pays membres de l'Union se font dans le cadre et par l'intermédiaire du Haut Conseil du commissariat aux comptes.

b) Les modifications apportées aux autres directives comptables

La directive modifiant la 4e directive vise à faciliter l'investissement intra-européen grâce à une amélioration des critères de comparaison entre états financiers et à l'insertion d'informations de meilleure qualité. Les modifications apportées à la 7e directive visent à renforcer la crédibilité de l'information financière dans le but de mieux prévenir les fraudes, l'idée étant que les investisseurs doivent pouvoir se fier totalement à l'exactitude de comptes audités par des contrôleurs légaux aux missions clairement définies.

Le projet de loi transposant la directive modifiant les 4e et 7e directives a été déposé à l'Assemblée nationale le 23 novembre 2007.

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

Le comité permanent n° 1 de l'OICV[47], qui a pour objet d'améliorer les normes relatives à l'information comptable et financière à l'échelon international, a poursuivi ses travaux au sein de quatre sous-comités : le comité comptable, le comité *Interpretation & Enforcement* des IFRS, le comité audit ainsi que le comité relatif à l'information non financière.

a) Le comité comptable

Par l'intermédiaire du comité comptable, le SC1 a poursuivi ses travaux de suivi des projets des organismes de normalisation et d'interprétation comptables, l'IASB *(International Accounting Standards Board)* et l'IFRIC *(International Financial Reporting Interpretation Committee)*. Avec l'IASB, ses représentants ont ainsi participé à différents groupes de travail instaurés par cette enceinte sur diverses questions : présentation de la performance, instruments financiers, assurance, contrats de location, extraction des ressources naturelles. Auprès de l'IFRIC, le SC1 dispose de deux observateurs, l'un issu de la SEC, l'autre de l'AMF.

Le comité comptable du SC1 a commenté en 2007 différents projets de normes, notamment :
> les modifications d'IFRS 1 (« première application des IFRS ») ;
> la modification de la norme IAS 24 (« information sur les parties liées ») ;
> la modification de la norme IAS 39 (« instruments financiers : reconnaissance et évaluation des contrats susceptibles d'être qualifiés de contrat de couverture ») ;
> l'exposé-sondage ED 9 sur le contrôle conjoint[48].

Enfin, plus en amont dans les travaux du normalisateur international, le SC1 a apporté sa contribution dans les domaines suivants :
> communication à l'IASB de ses positions relatives aux *discussion papers* sur l'utilisation de la juste valeur[49] et sur les contrats d'assurance ;
> utilisation par certains pays d'un référentiel de normes IFRS adaptées. Même s'il ne crée généralement pas de divergence significative dans la lecture des comptes présentés, ce référentiel peut néanmoins, dans certains cas, sensiblement altérer la compréhension des normes. Le 6 février 2008, l'OICV a rendu publique une communication[50] qui clarifie la conduite attendue des émetteurs dans de telles situations.

(47) *Standing Committee n° 1 on Multinational Disclosure and Accountting.*
(48) *Joint arrangements.*
(49) *Fair value measurement.*
(50) Le communiqué est disponible à l'adresse suivante : http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD262.pdf.

b) Le comité *Interpretation & Enforcement*

Le comité *Interpretation & Enforcement* des IFRS du SC1, qui a pour objet de faciliter une application cohérente des normes IFRS dans chaque juridiction, a décidé de créer une base de données comportant les décisions d'interprétation des normes par les autorités nationales. En 2006, l'OICV a signé des accords avec 46 de ses membres, qui ont permis de rendre cet outil opérationnel en janvier 2007.

c) La déclaration commune sur la gouvernance de l'IASB

Le 7 novembre 2007, l'OICV, la Commission européenne, la SEC et l'Autorité des services financiers du Japon[51] ont publié une déclaration commune relative à la gouvernance de l'IASB. Il s'agissait pour ses signataires de pousser l'organe de tutelle de l'IASB qu'est l'IASCF *(International Accounting Standards Committee Foundation)* à apporter des améliorations à sa gouvernance à l'occasion de la révision de ses statuts *(Constitution)* en 2008, sans toutefois remettre en cause son indépendance.

Les propositions de l'IASCF en réponse sont les suivantes :

> mise en place d'un lien formel entre l'IASCF et les organisations officielles ;
> élargissement et intensification des échanges des *trustees* de l'IASCF avec les différentes parties prenantes (organisations officielles, législateurs et représentants du secteur privé) ;
> possibilité pour le public de soumettre des commentaires directement aux *trustees* de l'IASCF, sans passer par le filtre des tables rondes ;
> élargissement des sources de financement de l'IASB.

d) L'harmonisation internationale des règles relatives aux auditeurs

Le SC1 a également dans ses attributions la promotion de normes internationales de qualité en matière d'audit et d'indépendance des auditeurs. Il effectue à ce titre un suivi des activités de l'IAASB[52] et de l'IESBA[53] auprès desquels il est représenté par trois de ses membres en ce qui concerne le *Consultative Advisory Group* de l'IAASB et par quatre autres pour le *Consultative Advisory Group* de l'IESBA.

En 2007, il a poursuivi ses travaux sur les questions liées à l'audit, notamment :

> la préparation de lettres de commentaires sur les projets de normes ISA[54] « clarifiées » (projet *Clarity*), publiées par l'IAASB à un rythme soutenu tout au long de l'année (18 au total) et l'analyse du questionnaire de l'IAASB relatif à sa stratégie pour la période postpublication des normes « clarifiées » (2009-2011) ;
> la réflexion relative à l'évolution de l'audit et à sa qualité. Une importante table ronde a été réunie par l'OICV le 1er juin 2007 à Paris afin de recueillir les avis des différentes parties prenantes (sociétés cotées, firmes d'audit, régulateurs) sur trois thèmes principaux – le modèle de l'audit externe dans l'environnement actuel, les effets potentiels du mouvement de concentration des cabinets d'audit au niveau mondial sur la qualité de la certification, l'incidence des règles en matière de responsabilité des auditeurs sur leur comportement et sur la qualité de leurs certifications. Les sujets débattus lors de cette table ronde ont permis d'enrichir considérablement les suggestions et les orientations soumises aux régulateurs dans le cadre des évolutions possibles des dispositifs de contrôle des comptes ;
> la poursuite de la réflexion amorcée fin 2006 sur les critères permettant à un régulateur donné de se prononcer favorablement sur l'adoption d'une norme ISA ou sur toute autre forme de reconnaissance de celle-ci ;

(51) *Japan Financial Services Authority.*
(52) *International Auditing and Assurance Standards Board* (IAASB), l'organe normalisateur en matière de contrôle interne. Il dépend de l'IFAC, *International Federation of Accountants.*
(53) *International Ethics Standards Setting Board for Accountants* (IESBA), chargé de la normalisation éthique des activités d'audit. Il dépend également de l'IFAC.
(54) *International Standard on Auditing* (ISA). Les normes ISA sont mises en œuvre par l'IAASB sous les auspices de l'IFAC.

> la mise en exergue de l'action de l'IAASB et du PIOB[55] dans le développement de normes d'audit de haute qualité. Par un communiqué du 9 novembre 2007, l'OICV[56] a rappelé l'ampleur considérable du travail déjà réalisé par l'IAASB et le PIOB, appelant à la mise en place au plus tôt d'un cadre complet de normalisation de l'audit. L'OICV a également fait part de ses réflexions relatives à une future approbation des normes internationales d'audit ;
> le suivi des travaux de l'IESBA, en particulier, de la publication par celui-ci en décembre 2006 d'un projet de modifications de son code d'éthique. Le SC1 lui a adressé une première lettre de commentaires en juillet 2007.

3 > Les travaux du CESR-Fin sur l'information comptable et financière

a) Le suivi de l'évolution de la réglementation comptable

En tant que groupe d'experts du CESR spécialisé dans l'information financière, CESR-Fin a pour mission principale de suivre l'évolution de la réglementation en matière de comptabilité et d'audit au niveau européen. À ce titre, il coordonne l'action normative des régulateurs au sein de l'Union, il identifie de manière prospective les problématiques nécessitant l'engagement du CESR sur des mesures appropriées[57], il apporte son expertise aux autres instances du CESR pour la résolution de problèmes incluant une dimension comptable, il sert enfin de contact avec les principaux régulateurs boursiers extra-européens dans le cadre de la coopération internationale sur l'information financière.

Son organisation est souple : depuis 2006, CESR-Fin a mis en place un dispositif réactif fondé sur la constitution de groupes *ad hoc* autour de projets spécifiques et pour des durées limitées. Un seul sous-comité permanent a été conservé, l'*European Enforcers Coordination Sessions* (EECS), dont l'objectif est de recenser et de partager les principales décisions prises en matière d'application des normes IFRS, de manière à garantir une approche convergente de la supervision, par les régulateurs européens, de l'application des IFRS par les sociétés cotées *(enforcement)*. Ces sessions, qui sont l'occasion d'échanges sur des problématiques rencontrées par les régulateurs, font l'objet de décisions rapportées dans la base de données du sous-comité. Fin 2007, 120 décisions environ y étaient enregistrées, contre 60 environ un an auparavant.

Par ailleurs, CESR-Fin entretient des relations étroites avec les instances européennes :
> en tant que membre d'une table ronde mise en place en juin 2006 par la Commission pour discuter des problèmes soulevés par la mise en œuvre des normes IFRS, table ronde à laquelle participent également des représentants des professionnels (auditeurs notamment) et du monde de l'entreprise ;
> en tant qu'observateur auprès de la Commission – notamment son Comité réglementaire comptable, l'ARC[58] – ou dans des organismes situés dans sa mouvance, notamment l'EFRAG[59].

Enfin, un des représentants de CESR-Fin participe, depuis 2005, aux réunions du SAC, le *Standards Advisory Council* de l'IASB.

b) Le groupe projet sur l'équivalence

En vertu du règlement Prospectus[60] et de la directive Transparence[61], les émetteurs de pays tiers effectuant une offre au public de valeurs mobilières dans l'UE et ceux dont les valeurs mobilières sont négociées sur un marché réglementé communautaire doivent présenter leurs informations financières

(55) *Public Interest Oversight Board* (PIOB). Il a été établi en 2005 pour superviser les activités de l'IFAC.
(56) Disponible sur le site internet de l'OICV à l'adresse http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS109.pdf.
(57) Par exemple par la production ou l'adaptation d'un standard du CESR, la mise au point de recommandations ou la publication de guides d'application.
(58) Pour *Accounting Regulatory Committee*. Son rôle est de conseiller la Commission en vue de l'adoption des normes comptables internationales.
(59) *European Financial Reporting Advisory Group*. Établi en 2001 à l'initiative de la Commission, il en est fonctionnellement indépendant. L'EFRAG est chargé de fournir un avis technique à l'ARC sur les nouvelles normes et interprétations.
(60) Règlement (CE) n° 209/2004 de la Commission du 29 avril 2004 (règlement Prospectus). Ce règlement met en œuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 (directive Prospectus).
(61) Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 (directive Transparence).

conformément aux normes IFRS ou aux normes comptables nationales d'un pays tiers jugées équivalentes aux normes IFRS adoptées par l'Union. Ces exigences faisaient initialement l'objet d'une exemption transitoire jusqu'au 1er janvier 2007, mais, le 4 décembre 2006, la Commission européenne a adopté deux dispositions visant à reporter cette échéance – ainsi, ces émetteurs pourront continuer à utiliser certaines normes comptables nationales de pays tiers pour les prospectus déposés avant le 1er janvier 2009 et pour les informations financières correspondant à des exercices commençant avant le 1er janvier 2009. Cette date est déterminante, dans la mesure où elle a des implications pratiques importantes en termes d'exigences :

> jusqu'au 1er janvier 2009 (période transitoire), ces émetteurs pourront utiliser les référentiels comptables IFRS, américain (US GAAP), canadien et japonais, ainsi que d'autres référentiels comptables nationaux à condition que ceux-ci réunissent des critères qualitatifs précis(62). L'autorité du pays hôte aura la responsabilité d'accepter ces référentiels au titre de l'équivalence, étant entendu que le CESR devra coordonner les travaux des régulateurs de l'Union sur la démarche d'équivalence des référentiels comptables de pays tiers ;
> à l'issue de cette période transitoire, le référentiel comptable d'un pays tiers ne sera acceptable que s'il a été jugé équivalent aux normes IFRS par la Commission européenne, en vertu d'une définition de l'équivalence qui a fait l'objet d'un règlement du 21 décembre 2007.

On notera que la mise au point de ce règlement, qui ouvre la possibilité d'une extension supplémentaire d'un an (jusqu'à fin 2010) de la période transitoire pour tenir compte des délais d'adaptation propres aux pays convergeant vers les normes IFRS ou ayant exprimé leur intention de le faire, est à mettre en relation avec la proposition émise par la SEC américaine en novembre 2007 visant à dispenser d'obligation de rapprochement avec les normes américaines les émetteurs de pays tiers, notamment les entreprises de l'Union, utilisant les normes IFRS. Ce règlement a été préparé grâce à l'active contribution de CESR-Fin, très sollicité en 2007 par la Commission sur cette notion d'équivalence, et qui lui a transmis des avis techniques en mars (sur la définition de l'équivalence) et en juin (sur la procédure d'analyse de cette équivalence des référentiels comptables des pays tiers avec les IFRS).

Le premier semestre 2008 devrait être consacré à la poursuite de la consultation du CESR par la Commission sur cette problématique de l'équivalence. Celle-ci lui a en effet adressé une troisième demande d'avis technique sur l'équivalence des référentiels comptables de Chine, des États-Unis et du Japon, lequel a donné lieu fin novembre 2007 à un projet soumis par le CESR à commentaires pour publication en mars 2008. On notera également que le CESR prévoit, toujours en 2008, de produire un avis technique sur les équivalences comptables du Canada et de la Corée du Sud.

c) Les communiqués du CESR sur l'information comptable et financière

Les travaux de CESR-Fin ont conduit le CESR à publier en 2007 quatre communiqués, notamment sur :

> les changements comptables(63). À cette occasion, le CESR a rappelé qu'il est important que les sociétés cotées sur un marché réglementé fournissent une information financière conforme aux normes IFRS et présentant une image fidèle et complète de leurs activités. Rappelant que les normes IFRS sont appliquées de façon obligatoire depuis le 1er janvier 2005 au sein de l'Union et que ce changement de langage comptable s'est mis en place sans problème majeur, notamment sans que soit affectée la confiance des marchés à l'occasion de la transition, le CESR a souligné que leur mise en œuvre requérait l'expérience et le jugement professionnels de ceux qui les utilisent ou qui en vérifient la correcte application. Cela a pu expliquer des retraitements d'exercices antérieurs qui,

(62) Lesquels sont répertoriés par l'article 35.5A (c) modifié du règlement Prospectus (et des dispositions similaires de la directive Transparence). Il convient notamment que le normalisateur comptable du pays tiers concerné ait pris, avant le premier jour de l'exercice considéré, un engagement public de faire converger son référentiel comptable vers les normes IFRS ; qu'il ait établi un programme de travail permettant une convergence avant le 31 décembre 2008 ; enfin que l'émetteur fournisse à l'autorité du pays d'accueil la preuve que ces conditions d'engagement et de date sont bien réunies.

(63) Communiqué du 5 avril 2007, disponible sur le site internet du CESR à l'adresse : http://www.cesr.eu/index.php?page=home_details&id=205.

pour le CESR, n'ont rien d'anormal dans la mesure où, accompagnés des explications adéquates, ils démontrent la volonté des émetteurs d'accroître la qualité de leurs états financiers en améliorant la comparabilité et la cohérence des méthodes dans l'espace et dans le temps ;

> les rejets de l'IFRIC. Le CESR a publié une synthèse[64] des discussions ayant eu lieu depuis novembre 2006 entre les régulateurs européens au sein du CESR, les entreprises – *BusinessEurope*[65] – et les auditeurs (FEE, Fédération des experts comptables européens) sur la portée de ces rejets, qui sont des réponses négatives aux demandes d'interprétation, certains considérant que leur poids est moindre que celui des normes et des interprétations[66], d'autres, comme l'AMF, que leur prise en compte est indispensable lors de la mise en œuvre cohérente des normes dans la mesure où, comme le souligne l'Autorité, la réponse donnée lors d'un rejet équivaut à un élément de doctrine et s'assimile, de ce fait, à une forme de normalisation[67]. Le consensus du 5 avril 2007 note que les décisions de rejet prises par l'IFRIC, en particulier dans la période transitoire actuelle, sont un guide important pour aider les utilisateurs à appliquer correctement et de façon homogène les normes IFRS et que, dans la plupart des cas, il n'est pas nécessaire de préciser si la conséquence d'un rejet, à savoir la modification rétrospective de l'information déjà présentée, constitue un changement de méthode ou une correction d'erreur. Toutefois, cette modification doit être expliquée dans les états financiers de façon aussi claire et complète que nécessaire pour une bonne information des utilisateurs ;

> la publication des décisions de l'EECS. À deux reprises (en avril et décembre), le CESR a innové en publiant certaines décisions figurant dans la base de données EECS dans l'objectif de recenser et de partager les principales décisions prises en matière d'application des normes IFRS. Ainsi, le 16 avril, seize décisions ont été portées à la connaissance du public, complétées par la publication, le 18 décembre, de onze décisions supplémentaires. De cette manière, l'EECS fait œuvre utile en présentant des cas précis qui ont valeur d'exemple dans un cadre national déterminé, les situations décrites pouvant servir de guide pour d'autres juridictions. La publication de ces décisions et de leurs motivations vise ainsi à favoriser une application homogène des normes IFRS au sein de l'Union.

d) Le rapport du CESR sur la mise en œuvre des normes IFRS et leur contrôle par les régulateurs au sein de l'Union

CESR-Fin a publié le 7 novembre 2007 un rapport établi à partir d'une consultation de ses membres qui a permis de collecter des informations à l'échelle de l'Union sur la façon dont les normes IFRS[68] ont été appliquées depuis le 1er janvier 2005. Les principaux objectifs de l'exercice étaient de présenter un état des lieux des dispositifs de contrôle mis en place par les autorités compétentes quant au respect des normes IFRS, les résultats de ces contrôles et la coordination de ceux-ci entre régulateurs, les conclusions provisoires à établir au sein de l'Union européenne – notamment en ce qui concerne les marchés de capitaux. Parmi les enseignements de ce rapport, il faut mentionner que :

> vingt pays sur vingt-sept avaient mis en place, fin 2006, un dispositif de contrôle réunissant tout ou partie des critères qualitatifs définis par les standards du CESR sur l'*enforcement*. Parmi ces pays, onze d'entre eux, représentant 60 % de la capitalisation boursière européenne, réunissaient tous les critères du CESR. Dans neuf autres pays, la plupart des critères du CESR étaient remplis ;

> à la date de la publication, et en application de la directive Transparence, l'autorité de contrôle compétente avait été désignée dans vingt-quatre pays sur vingt-sept. Parmi ceux-ci, six avaient désigné un organisme non membre du CESR ; ce qui signifie que les contrôles sont, dans les cas concernés, effectués en coordination par le régulateur boursier et une autre autorité ;

(64) Cette synthèse d'avril 2007 est disponible sur le site du CESR à l'adresse : http://www.cesr.eu/index.php?page=home_details&id=205.
(65) *BusinessEurope* est l'ancienne Union des industries de la Communauté européenne (UNICE). Elle se qualifie elle-même de *Confederation of European Business*.
(66) En particulier, ces décisions de rejet ne sont examinées ni par le *board* de l'IASB ni par l'EFRAG et l'ARC, et ne font pas l'objet d'une approbation par l'Union européenne.
(67) Cf. compte rendu de la table ronde des Entretiens de l'AMF 2006, disponible sur le site internet de l'AMF à l'adresse : http://www.amf-france.org/documents/general/7601_1.pdf.
(68) Cela concernait, bien entendu, les sociétés dont les valeurs mobilières sont échangées sur un marché réglementé.

> pour l'ensemble de l'Union, les programmes de contrôle des régulateurs prévoyaient que, au total, 23 % des émetteurs soumis à l'obligation d'employer les IFRS verraient leurs comptes 2005 contrôlés. Ces programmes ont été réalisés dans leur quasi-intégralité (au total, à 85 %), étant entendu que d'autres contrôles non programmés ont dû être effectués par ailleurs dans la perspective de l'enregistrement des prospectus ;
> la mise en œuvre des normes IFRS avait engendré un effort considérable de la part des émetteurs et de leurs auditeurs, sans qu'aucun problème majeur n'ait été rencontré ;
> l'utilisation des IFRS a amélioré la qualité des comptes publiés par les émetteurs en raison, d'une part, d'exigences plus fortes quant aux informations à fournir en annexe et, d'autre part, de la meilleure comparabilité entre émetteurs que procure ce référentiel unique ;
> certains sujets d'amélioration ont été identifiés qui devront être traités, notamment par une meilleure communication en annexe ou par une réduction du nombre d'options comptables.

e) Le point sur les échanges entre le CESR et la SEC

Le 2 août 2006, le CESR et la SEC avaient finalisé un plan de travail commun portant sur le développement des marchés de capitaux entre l'Union européenne et les États-Unis et visant à aplanir les difficultés liées à la coexistence de normes européennes IFRS et américaines GAAP concurrentes.

Depuis, des réunions régulières ont eu lieu entre les deux organismes, dont il est résulté que :
> les membres du CESR souhaitaient être informés aussi en amont que possible lorsque des commentaires échangés entre la SEC et un émetteur européen sont susceptibles d'avoir des incidences sur les comptes présentés au sein de l'Union. Il s'agit en particulier d'éviter que des décisions contradictoires ne soient prises par les régulateurs concernés ;
> une réflexion a été engagée sur l'identification des sujets qui devraient déclencher une consultation réciproque entre la SEC et un régulateur européen, conformément au plan de travail d'août 2006. Deux situations ont plus spécialement été retenues – celle dans laquelle les normes IFRS ne fournissent pas de traitement précis ou contiennent une ambiguïté (dans ce cas, le CESR propose que la SEC consulte le régulateur européen concerné avant de finaliser sa décision), celle qui pourrait entraîner un changement significatif des états financiers si l'analyse de la SEC était retenue (dans ce cas, le CESR défend le principe que certaines informations figurant en annexe doivent être considérées comme significatives et qu'en conséquence un échange d'information est nécessaire à leur sujet le plus en amont possible).

CESR-Fin a détaillé les sujets qui semblent poser le plus de difficultés dans l'application des normes IFRS aux émetteurs européens. Parmi les thèmes les plus largement évoqués, figurent :
> la présentation des états financiers (comptes de résultat, utilisation d'indicateurs de performance non définis par les normes) ;
> l'information sur les principaux jugements et hypothèses du management dans le cadre de l'arrêté des comptes, ainsi que le traitement des regroupements d'entreprises (difficultés à identifier l'acquéreur, insuffisance d'information sur les éléments justifiant le niveau d'écart d'acquisition résiduel, affectation du coût d'acquisition, notamment) ;
> les instruments financiers (pour lesquels les sociétés européennes ont parfois rencontré des difficultés dans l'identification des motifs de dépréciation et dans la mise en œuvre des méthodes de valorisation) ;
> l'information sectorielle, parfois insuffisamment développée ;
> le traitement des abandons d'activité (application de la norme IFRS 5) et l'information sur la charge au titre des paiements sur base d'actions (norme IFRS 2).

De son côté, la SEC n'a pas identifié de grandes tendances ou de difficultés fréquentes. Comme pour CESR-Fin, les sujets relevés portent sur les informations en annexe apparaissant peu claires, insuffisantes ou absentes, ainsi que sur la présentation de certains éléments du compte de résultat et du tableau des flux de trésorerie.

E – L'évolution de la réglementation européenne en matière de droit des sociétés

Le Plan d'action de la Commission européenne de mai 2003 pour la modernisation du droit des sociétés et le renforcement du gouvernement d'entreprise prévoit un ensemble d'initiatives visant à améliorer les droits des actionnaires dans l'Union européenne, dont il fait une priorité. Le plan vise, également, la protection des salariés et des créanciers, l'efficacité et la compétitivité des entreprises européennes, le renforcement de la confiance dans les marchés des capitaux. À la suite de deux consultations publiques conduites en 2005, la Commission a proposé, début 2006, une directive formellement adoptée en juin 2007[69].

Cette directive, qui doit être transposée en droit national d'ici à l'été 2009, a pour objectif de faire en sorte que les actionnaires, où qu'ils résident dans l'UE, aient accès en temps utile à des informations complètes et qu'ils disposent de moyens simples pour exercer certains droits, droit de vote notamment, à distance. Il s'avère en effet qu'en moyenne, environ un tiers du capital social des sociétés cotées sur l'une des Places de l'Union est détenu par des personnes résidant dans un autre État que celui du siège de la société. Les principaux obstacles au vote des actionnaires non résidents sont le blocage des actions, un accès insuffisant ou tardif à l'information et les conditions exagérément complexes du vote à distance.

La Commission avait annoncé[70] qu'elle pourrait compléter la directive par un texte non contraignant sur le droit des actionnaires, car il était apparu, au cours des discussions préparatoires, qu'un certain nombre de questions pouvaient être réglées par le biais d'une simple recommandation. Cette démarche, confirmée lors des négociations sur le projet de directive, a donné lieu à une consultation structurée autour de six thèmes :

> le régime linguistique des documents soumis à l'assemblée ;
> la participation des investisseurs qui détiennent des *depositary receipts*[71] émis par des sociétés cotées sur des marchés étrangers, notamment américains ;
> le prêt-emprunt de titres ;
> le rôle éventuel de la directive Transparence pour une meilleure connaissance des actionnaires ;
> le rôle des intermédiaires dans le processus de vote ;
> le rôle des sociétés de gestion de portefeuille.

Depuis la clôture de cette consultation, la Commission européenne a publié une synthèse des réponses reçues[72] mais n'a pas encore indiqué quelles démarches pourraient être entreprises en conséquence.

(69) Directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil du 11 juillet 2007.
(70) Dans l'exposé des motifs relatifs à la proposition de directive.
(71) Aux États-Unis, le *depositary receipt* est un certificat nominatif émis par les sociétés étrangères lors de leur admission à la cote.
(72) Disponible sur le site internet de la Commission européenne à l'adresse : http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation3_report_en.pdf.

3 – La coopération internationale en matière d'intermédiaires et d'infrastructures de marché

A – Les travaux de l'OICV et du CESR sur les marchés et sur la directive MIF

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

Le comité permanent n° 2 de l'OICV, qui se consacre à la régulation des marchés secondaires[73], a finalisé, en mars 2007, un rapport sur l'échange d'informations multijuridictionnel pour la supervision des marchés[74]. Ce rapport examine notamment les informations dont un régulateur peut avoir besoin, de façon *ad hoc* ou régulière, pour autoriser l'installation d'un écran de négociation d'un marché étranger sur son territoire. Les marchés envisageant une telle démarche, ainsi que leurs régulateurs, peuvent ainsi anticiper les demandes dont ils sont susceptibles de faire l'objet à cette occasion.

S'agissant de valeurs multicotées ou multinégociées dans plusieurs juridictions, le rapport de mars 2007 analyse également les informations qui peuvent être utiles aux régulateurs des marchés concernés pour comprendre et évaluer dans quelle mesure des négociations intervenues sur une valeur donnée sur un marché ou une plate-forme de négociation à l'étranger sont susceptibles d'affecter le fonctionnement ordonné du marché placé sous leur responsabilité pour cette même valeur.

Le SC2 a par ailleurs engagé une réflexion sur les conditions dans lesquelles les marchés ouvrent l'accès des systèmes de négociation qu'ils gèrent à leurs propres membres ou à des non-membres, réflexion qui suscite de nombreuses questions liées à la portée de ces initiatives au regard de la régulation des marchés concernés et des risques afférents[75]. L'une des difficultés de l'exercice est notamment de parvenir à une compréhension commune de termes et de concepts recouvrant des réalités souvent très diverses selon les pays concernés.

2 > Les travaux du CESR relatifs à l'application de la directive MIF

Avant l'entrée en vigueur, le 1er novembre 2007, de la directive MIF, le CESR a publié les résultats de ses travaux dans les domaines que la consultation publique tenue à l'automne 2006 sur son programme de travail avaient identifiés comme prioritaires pour une application homogène de la directive en Europe. Ces travaux ont porté sur les six thèmes suivants :

> la publication et la consolidation des données de marché ;
> les données à conserver par les PSI ;
> le fonctionnement du passeport pour les prestataires de services d'investissement (PSI) ;
> les rémunérations incitatives ;
> la meilleure exécution ;
> les déclarations des transactions au régulateur.

Par ailleurs, le CESR a procédé à une consultation publique[76], au cours du premier semestre de l'année, en vue de la formulation de l'avis technique à donner à la Commission européenne sur la transparence des marchés autres que les marchés d'actions, dans la perspective du rapport que la Commission doit publier sur ce thème[77].

(73) *Standing Committee n° 2 on Regulation of Secondary Markets.*
(74) *Multi-jurisdictional information sharing for market oversigh,* http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD232.pdf.
(75) *Direct access to exchange and other markets.*
(76) Disponible sur le site internet du CESR, à l'adresse http://www.cesr.eu/index.php?page=responses&id=95.
(77) Conformément à l'article 65(1) de la directive MIF.

a) La consolidation des données de marché

Le CESR a ainsi finalisé en janvier 2007 un premier document[78] dont les lignes directrices et les recommandations visent à assurer que les données de marché requises par la directive et son règlement d'application seront rapidement publiées, fiables, comparables et disponibles dans un format facile à consolider, afin de permettre la formation des prix et le respect de l'obligation de meilleure exécution dans des conditions optimales.

b) Les obligations d'enregistrement

Un deuxième document[79], a été publié en février par le CESR pour faciliter l'établissement par les autorités compétentes des obligations minimales en matière d'enregistrement auxquelles les PSI doivent se conformer au titre de la directive MIF et de ses mesures d'application.

c) Le passeport

En mai, le CESR a publié deux documents relatifs au fonctionnement du passeport des prestataires de services d'investissement. Le premier[80] a pour objet d'assurer une compréhension commune des dispositions relatives au passeport, d'harmoniser les procédures relatives aux notifications, d'améliorer la coopération entre autorités du pays d'origine et du pays d'accueil des PSI, de faciliter le passage entre la DSI et la directive MIF, et de clarifier le traitement de certains cas particuliers comme les bureaux de représentation, les systèmes de compensation multilatérale et les agents liés. Le second document[81] s'inscrit dans le prolongement de l'accord général d'échanges d'informations[82] conclu entre les membres du CESR et fournit un cadre plus précis pour la coopération entre autorités du pays d'origine et du pays d'accueil. Il prévoit notamment un format commun pour la notification de l'intention de fournir des services transfrontières, soit sous forme de libre prestation de services, soit *via* l'établissement d'une succursale dans le pays d'accueil.

Un nouveau protocole[83] relatif au passeport a été publié en octobre conformément aux engagements pris[84] de mettre en place des mécanismes effectifs de coopération entre les autorités compétentes concernées par la surveillance des succursales de PSI. Ce document fournit un cadre général pour la mise au point par les autorités d'accords spécifiques relatifs à la surveillance des succursales. Son annexe contient la réponse de la Commission européenne aux questions posées par le CESR concernant la répartition des compétences entre autorités du pays d'origine et du pays d'accueil en application de l'article 32(7) de la directive MIF.

En octobre, a également été publiée, une déclaration du CESR[85] relative aux PSI originaires d'États membres qui n'auraient pas transposé la directive au 1er novembre. Cette déclaration, dont l'objet principal est d'affirmer la continuité des passeports, a été intégrée dans une version actualisée du document *The Passport under MiFID*.

d) Les rémunérations incitatives

Après deux consultations successives, le CESR a finalisé en mai ses recommandations relatives aux rémunérations incitatives versées ou perçues par les prestataires de services d'investissements[86]. Le document vise à faciliter la convergence dans l'interprétation et l'application des dispositions concernées.

(78) *Publication and Consolidation of MiFID Market Transparency Data.*
(79) *Level 3 Recommendations on the List of Minimum Records in Article 51(3) of the MiFID Implementing Directive.*
(80) *The Passport under MiFID*, disponible sur le site internet du CESR à l'adresse ; http://www.cesr.eu/data/document/07_318.pdf.
(81) *Protocol on MiFID Passport Notifications*, disponible sur le site internet du CESR à l'adresse ; http://www.cesr.eu/index.php?page=contenu_groups&id=53&docmore=1, document 07/317b.
(82) Ou MMOU, pour *Multilateral Memorandum of Understanding.* Cf. *infra* page 87 du présent chapitre.
(83) *Protocol on the Supervision of Branches under MiFID.*
(84) Document *The Passport under MiFID.*
(85) Disponible sur le site internet du CESR à l'adresse http://www.cesr.eu/index.php?page=contenu_groups&id=53&docmore=1, document 07/337b.
(86) *Inducements under MiFID,* disponible sur le site internet du CESR à l'adresse http://www.cesr.eu/index.php?page=contenu_groups&id= 53&docmore=1, document 07/228b.

e) La meilleure exécution

Au mois de mai 2007 a été publié un document, *Best Execution under MiFID*[87], qui se présente sous la forme d'une série de questions-réponses destinées à clarifier certains aspects clés des nouvelles obligations issues de la directive. En effet, dès le début des travaux entrepris sur ce thème, des questions importantes relatives au champ d'application de ces nouvelles obligations sont apparues ; le CESR a interrogé la Commission européenne à ce sujet.

f) Les déclarations de transactions

De même, le CESR a publié en mai le document *CESR Level 3 Guidelines on MiFID Transaction Reporting*[88], qui clarifie la notion d'« exécution d'une transaction » aux fins de la déclaration au régulateur et propose une solution pragmatique aux succursales de prestataires de services d'investissement.

B – Les travaux de l'OICV en matière de réglementation des intermédiaires de marché (SC3)

En 2007, le comité permanent n° 3 de l'OICV, dédié à la régulation des intermédiaires de marché (SC3, pour *Standing Committee n° 3 on Regulation of Market Intermediaries*), a concentré l'essentiel de ses travaux à la finalisation de son rapport au Comité technique de l'OICV sur la gestion des conflits d'intérêts spécifiques aux opérations financières. Il a également entrepris de contribuer aux travaux du *Standing Committee n° 2* sur les conditions d'accès direct au marché des clients des membres de marché. Enfin, il a poursuivi son travail de veille sur les évolutions technologiques en matière de conservation de données.

De plus, en commun avec le *Standing Committee n° 5*[89], le SC3 a conduit une première série de travaux sur les informations devant être portées à la connaissance des investisseurs non professionnels au moment de la vente de produits et d'instruments financiers[90].

1 > La gestion des conflits d'intérêts spécifiques aux opérations financières

Dans le prolongement du rapport de l'OICV sur la coopération internationale en matière de lutte contre les infractions financières, le SC3 a établi un rapport sur les moyens utilisés par les intermédiaires pour gérer les conflits d'intérêts susceptibles de porter atteinte aux intérêts de leurs clients dans le cadre d'opérations financières pour le compte d'émetteurs. Y sont notamment examinées les obligations de diligences pesant sur les intermédiaires dans la gestion de l'information, compte tenu des rôles multiples et parfois conflictuels qu'ils peuvent être amenés à jouer vis-à-vis des émetteurs (prêteurs, conseils dans les montages d'offres, teneurs de marché, détenteurs de positions sur les actions ou les obligations de l'émetteur), ainsi que dans le processus de détermination du prix de l'offre et dans les procédures d'allocation des titres.

Ce rapport a été soumis à consultation publique, sous la forme d'un document de discussion, entre février et mai 2007. Les réponses reçues ont été globalement positives, sous réserve que le document contienne des orientations, ou *guidelines,* plutôt que des principes, de façon à assurer que ses recommandations puissent s'insérer au mieux dans le cadre réglementaire des différentes juridictions.

(87) Disponible sur le site internet du CESR à l'adresse http://www.cesr.eu/index.php?page=contenu_groups&id=53&docmore=1, document 07/321.
(88) Disponible sur le site internet du CESR à l'adresse http://www.cesr.eu/index.php?page=contenu_groups&id=53&docmore=1, document 07/301.
(89) Cf. *infra* chapitre 4, page 82.
(90) Cf. *infra* chapitre 4, page 82.

Le rapport a été modifié en ce sens et publié après validation par le Comité technique de l'OICV en novembre 2007[91]. Il est structuré en trois parties qui traitent des points suivants :

> le contexte du rapport et le cadre dans lequel peuvent surgir des conflits d'intérêts ;

> les approches destinées au traitement des conflits d'intérêts dans la conduite d'opérations financières – cela recouvre non seulement les questions d'organisation et de procédures de prévention et de gestion de ces conflits dans le contexte de groupes, mais également les questions relatives aux processus de décision, l'abstention, les murailles de Chine, et les conditions de divulgation des conflits ;

> les exemples de situations de conflits et les propositions de mécanismes de résolution dans le cadre de l'activité de conseil à l'émetteur, de fixation du prix de l'opération, d'allocation, de ventes aux investisseurs non professionnels et de prêts de titres.

2 > L'accès direct au marché des clients des intermédiaires de marché

En complément des travaux conduits par le SC2 sur les conditions posées par les marchés et les chambres de compensation pour autoriser l'accès direct au marché par des entités non membres, le SC3 a entrepris d'examiner les procédures mises en place par les intermédiaires pour permettre à leurs clients d'accéder directement au marché, notamment en termes de contrôles des risques effectués par les intermédiaires compensateurs. Les travaux du SC3 permettront d'identifier les pratiques des intermédiaires et, par comparaison avec les enseignements tirés des travaux du SC2, les éventuelles faiblesses de ce mécanisme dans son ensemble.

3 > Les évolutions technologiques en matière de conservation de données

Le SC3 a maintenu sa veille sur les technologies utilisées pour la conservation et l'archivage de données. Selon une formule similaire à celle qui avait été retenue au début des années 2000 pour l'utilisation d'internet, des tables rondes ont été organisées en Europe, en Asie puis en Amérique – avec des représentants des prestataires informatiques d'une part, des intermédiaires d'autre part, sur les difficultés liées aux évolutions technologiques en matière de conservation des données. Un rapport devrait être présenté au Comité technique en mai 2008.

C – Les travaux en cours sur les activités de *post*-marché

L'année 2007 a permis aux instances européennes, notamment la Commission et l'Eurosystème, de continuer leurs efforts en vue d'améliorer l'efficacité, l'intégration et la sécurité du *post*-marché européen. Deux initiatives, en cours depuis 2006, sont spécialement à retenir en ce domaine : le code de conduite des infrastructures de marché[92] et le projet *Target 2* Titres de la BCE.

1 > Le code de conduite des infrastructures de *post*-marché

Signé en novembre 2006 par les professionnels concernés, à l'initiative du commissaire européen Charlie McCreevy, le code de conduite des infrastructures de *post*-marché[93] vise notamment à développer la concurrence dans ce secteur en vue d'améliorer ses performances. Il se compose de trois volets, correspondant à trois échéances différentes : mise en place d'une série de mesures destinées à améliorer la transparence des prix (fin 2006) ; accord sur un programme de travail et sur la définition des droits d'accès aux infrastructures et sur leur interopérabilité (juin 2007) ; comptabilisation distincte des opérations selon leur finalité (compensation ou règlement-livraison) et dégroupage des prix – *unbundling* – des principaux services et activités (fin 2007).

(91) http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD257.pdf.
(92) Par infrastructures de marchés on entend les bourses, les organismes de compensation et les systèmes de règlement-livraison.
(93) Qui regroupe, au sein de la filière titres, la compensation et le règlement-livraison.

Pour assurer le suivi de la mise en œuvre du code, la Commission a créé un groupe de suivi qu'elle préside, le MOG *(Monitoring Group of the Code of Conduct on Clearing and Settlement)*. Ses membres sont issus des différentes directions générales de la Commission (Marché intérieur et services, Affaires économiques et financières, Concurrence), ainsi que de la BCE et du CESR. Le MOG s'est réuni pour la première fois en janvier 2007, puis de manière régulière tout au long de l'année.

De leur côté, les infrastructures de marché signataires du code ont publié, en juin 2007, un guide d'engagements et de recommandations destiné à contribuer à la mise en œuvre des conditions d'accès aux infrastructures ainsi que de leur interopérabilité.

Enfin, la Commission, afin de se doter d'un outil adapté pour une meilleure analyse des mécanismes d'évolution des coûts au niveau européen, a publié, en août 2007, une méthodologie de suivi des coûts et des volumes, tant en termes de négociation que d'activités *post*-marché.

2 > *Target 2* Titres ou T2S *(Target 2 Securities)*

Malgré les progrès de l'intégration réalisés au sein des États membres, le post-marché[94] en Europe est caractérisé par la persistance d'une grande fragmentation. D'où la décision, prise en mars 2007 par le conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne, de mettre en œuvre et de gérer *Target 2* Titres (T2S, pour *Target 2 Securities*), plate-forme commune des paiements de la zone euro[95]. L'objectif de T2S est de fournir aux dépositaires centraux un une plate-forme unique destinée au règlement-livraison des transactions sur titres, qu'elles soient nationales ou transfrontières, en monnaie de Banque centrale, chacun d'entre eux conservant ses relations avec les intermédiaires, les émetteurs et les investisseurs, ainsi que la gestion des stocks de titres.

Dans le cadre de la décision des gouverneurs de mars 2007, une phase de définition des besoins des utilisateurs sur la base des contributions du marché a été ouverte en avril. La BCE a mis en place, à cette occasion, plusieurs enceintes de discussion et d'échanges entre la communauté des banquiers centraux, les dépositaires de titres et les représentants des banques. Ainsi, le comité consultatif du projet T2S a reçu le soutien de six groupes techniques et de l'équipe de projet de la BCE, tout en s'appuyant sur l'expertise d'un grand nombre de professionnels dans les communautés nationales. Les acteurs du marché français participent à ce comité consultatif T2S et ont contribué à l'élaboration du document de définition des besoins des utilisateurs.

En décembre 2007, la BCE a publié, sous forme d'une consultation publique, un document détaillant les besoins des utilisateurs de T2S et la méthodologie pour l'évaluation de l'incidence économique du dispositif[96]. Les opérateurs de marché ont été invités à répondre à la consultation pour le 2 avril 2008 au plus tard. Courant mai 2008, le comité consultatif T2S évaluera les commentaires reçus durant la consultation publique puis présentera au conseil des gouverneurs la proposition relative aux besoins finaux des utilisateurs. Le conseil des gouverneurs devra décider à l'été 2008 du passage ou non à la phase suivante du projet T2S.

3 > La Convention de La Haye-Unidroit

En juillet 2006, la Commission européenne, s'appuyant notamment sur les travaux du groupe *Legal Certainty*, a publié son appréciation juridique sur la convention de La Haye relative aux règles applicables à certains droits sur les titres détenus auprès d'un intermédiaire. Elle a conclu que l'application de la convention de La Haye pourrait ne pas poser de difficultés juridiques majeures mais qu'elle risquerait d'affecter la stabilité financière des systèmes de règlement de titres. En conséquence, la

(94) Qui regroupe, au sein de la filière titres, la compensation et le réglement-livraison.
(95) Cette plate-forme, ouverte à l'ensemble des dépositaires centraux et gérée sous la responsabilité de l'Eurosystème, serait exploitée par la Banque d'Italie, la Banque d'Espagne, la Banque de France et la Banque fédérale d'Allemagne.
(96) Disponible à l'adresse : http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2007/html/pr071218.en.html.

Commission a proposé d'introduire un dispositif dans la directive 98/26/CE du Parlement européen et du Conseil du 19 mai 1998 concernant le caractère définitif du règlement (dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres), pour s'assurer que tous les participants ne choisissent qu'un seul droit. Malgré le fort encouragement de la Commission en faveur de la signature et la ratification de la convention, les États membres sont demeurés fortement divisés sur l'opportunité de signer cette convention, les États opposés faisant valoir que les incertitudes juridiques ne sont pas définitivement levées et qu'une étude d'impact économique est nécessaire avant toute signature.

Parallèlement, la Commission européenne continue de participer aux négociations au sein de l'organisation privée internationale, Unidroit, qui a entamé en 2004 des négociations intergouvernementales pour la rédaction d'une convention sur les règles de droit matériel applicables aux titres intermédiés.

4 – La coopération internationale en matière de gestion d'actifs

A – Les travaux de l'OICV sur la gestion d'actifs (SC5)

Le comité permanent n° 5 de l'OICV qui se consacre à la gestion d'actifs au sens large (SC5, pour *Standing Committee n° 5 on Investment Management*) est présidé par l'AMF depuis 2004. Il s'est réuni trois fois en formation plénière en 2007 (à Amsterdam, Madrid et Hong Kong), et à plusieurs reprises en groupe de travail, pour faciliter l'avancement des aspects les plus techniques des dossiers. Le SC5 a pour habitude d'organiser, outre les consultations habituelles, des rencontres et des auditions avec les professionnels là où ils sont le plus activement implantés, aux États-Unis, en Europe et en Asie, notamment.

Dans le même esprit, le SC5 a décidé de formaliser davantage ses méthodes de travail en expérimentant, à titre pilote, des procédures d'identification des grandes orientations affectant l'industrie de la gestion d'actifs et des risques qui s'y attachent. Cet exercice, qui vise à améliorer le processus de décision des autorités de régulation sur le plan international en définissant des priorités stratégiques, a fait l'objet d'une consultation au cours du deuxième trimestre 2007 et sera soumis à approbation du Comité technique de l'OICV en 2008.

Le SC5 a décidé de procéder à l'examen des situations existantes en matière de fonds indiciels *(exchange traded funds)* et de fonds immobiliers *(real estate funds)* : eu égard à l'extrême diversité des régulations en la matière, ces deux sujets sont porteurs d'une réflexion considérable par son ampleur qui, à terme, doit conduire à des propositions significatives d'amélioration sur le plan de l'harmonisation des règles.

Outre ces différents axes méthodologiques et/ou exploratoires, les domaines stratégiques d'intervention du SC5 en 2007 ont été principalement centrés sur la régulation des *hedge funds,* l'information des consommateurs à l'occasion de la vente[97] des produits financiers et les *soft commissions*.

1 > La régulation des *hedge funds*

La forte progression des encours des *hedge funds* au cours des années récentes (on évaluait le total de leurs capitaux investis en 2007 à 1 600 milliards USD) a conduit le Comité technique de l'OICV à examiner leur situation actuelle. Deux grandes problématiques ont été plus spécialement abordées : celle de la valorisation des *hedge funds* et celle des fonds de *hedge funds*.

(97) *Point of sales* tel qu'il est retenu par l'OICV, est traduit par la périphrase « à l'occasion de la vente » pour éviter le terme de « point de vente », ambigu en français.

a) La valorisation des *hedge funds*

En février 2006, le SC5 a été mandaté pour élaborer un ensemble de principes centrés sur les méthodes de valorisation des *hedge funds*.

Le SC5 a rapidement avancé dans ses travaux, notamment grâce à la participation active des représentants de l'industrie et à la qualité des réponses reçues lors de la consultation publique conduite de mars à juin 2007.

Une étape majeure a été franchie fin 2007 avec la publication par le SC5 des « Principes de valorisation des portefeuilles de *hedge funds* »[98], qui ont été validés par le Comité technique de l'OICV lors de sa dernière réunion de l'année, en novembre. Parmi les neuf principes fondateurs[99] visant à assurer l'indépendance, la transparence et le contrôle des processus, le premier d'entre eux est central : il s'agit de la mise en œuvre systématique par les fonds de procédures de fixation des prix et de dispositifs écrits des modes de valorisation de leurs actifs[100] comprenant notamment les obligations, les attributions et les responsabilités des différentes parties prenantes dans ces fonds. Ce principe ainsi que les huit autres qui l'accompagnent[101] ne constituent pas une revue de la littérature en la matière : bien au contraire, ce sont des normes précises et des outils opérationnels qui sont à la disposition de toutes les parties prenantes au sein des *hedge funds* (gestionnaires, conseils d'administration, dépositaires, intermédiaires), comme des investisseurs ou de leurs représentants.

b) Les fonds de *hedge funds*

En novembre 2006, le SC5 a reçu le mandat de dresser un état des lieux des régulations existantes ou envisagées ; d'identifier les enjeux dans le cadre d'une consultation publique ; de développer des normes fondées sur les meilleures pratiques en la matière.

Le SC5 a mené à bien ce mandat dans les délais serrés qu'il s'était fixés, avec la consultation des autorités membres du SC5 ; la consultation des professionnels à l'échelon international ; l'organisation, à Washington, Paris et Hong Kong, d'auditions ouvertes aux experts et aux représentants de l'industrie. L'ensemble a été complété par des communications *(feed-back statements)* des membres du SC5, qui leur ont permis d'échanger entre eux et d'élaborer des propositions, notamment en matière de *due diligences* et de gestion de l'illiquidité. Ces propositions ont été validées par le Comité technique de l'OICV lors de sa réunion de novembre 2007 et conduiront en 2008 à l'ouverture d'une nouvelle phase.

2 > L'information communiquée aux investisseurs non professionnels au moment de la vente d'OPCVM

L'AMF attache une importance particulière aux conditions de commercialisation des produits financiers. Ainsi, lors de la mise en œuvre des dispositions de la directive MIF, l'Autorité a pris en considération les conclusions relatives à l'information des épargnants figurant dans le rapport, remis, en novembre 2005, par Jacques Delmas-Marsalet[102], membre du Collège, au ministre de l'Économie. De même, au plan international, cette préoccupation a également fait partie des sujets de discussion du SC5 pour 2007, dans le cadre d'un groupe de travail conjoint avec le SC3[103] sur « Les informations communiquées à l'occasion de la vente aux investisseurs particuliers ». Il convient de rappeler que le *Joint Forum* aborde également ce sujet dans le cadre de son *Customer Suitability Group*[104].

(98) Disponible sur le site internet de l'OICV à l'adresse www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS110.pdf.
(99) L'OICV emploie le terme de *high-level principle*. Il convient à cet égard de préciser que leurs modalités d'application relèvent d'une approche pragmatique : elles sont en effet susceptibles d'adaptation selon la taille et la structure des *hedge funds* concernés ou selon la nature de leurs opérations, par exemple. Par ailleurs, s'agissant de leur champ d'application, celui-ci demeure limité : les problématiques indirectes, notamment (celle des valeurs liquidatives ou celle des normes comptables), ne sont pas couvertes.
(100) L'OICV emploie l'expression de *pricing procedures and written valuation policies*.
(101) Publié en novembre 2007, le rapport final du SC5 au Comité technique de l'OICV est téléchargeable par l'intermédiaire du lien suivant : http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD253.pdf.
(102) Cf. Rapport annuel 2005 de l'AMF page 308.
(103) Cf. *supra* page 79 du présent chapitre.
(104) Cf. *supra* page 60 du présent chapitre.

Le choix d'un groupe conjoint, créé en novembre 2006, à l'initiative du Comité technique de l'OICV, signale la transversalité du problème de la commercialisation, laquelle requiert effectivement une double expertise – en matière de gestion collective d'une part (ce sont les attributions du SC5) et de distribution de l'autre (ce sont les attributions du SC3). Lors de la première réunion conjointe des deux comités en mai 2007, a été traitée la question des modalités d'accès à l'information des investisseurs non professionnels. Il a été notamment observé, à cette occasion, que, de manière très générale et quel que soit le pays concerné, les clients continuent de privilégier les contacts avec leurs conseillers et le recours aux supports papier dans la recherche des caractéristiques des produits, plutôt que de recourir aux seuls moyens électroniques. Les travaux suivants ont été conduits au cours de l'année 2007 :

> une phase de « recherche », qui a consisté à collecter les différentes études et analyses conduites dans les juridictions représentées aux SC3 et SC5 sur les informations données aux clients (par exemple, en France, l'étude TNS Sofres[105] réalisée à la demande de l'AMF en 2006). Cette phase a permis de dégager des tendances relatives aux questions suivantes : les attentes des investisseurs non professionnels, les formats de présentation souhaités ou préférés, leurs modes de décision et l'existence de possibles biais dans les processus de prise de décision, l'impact du contenu et du format des documents fournis sur la prise de décision ;
> une phase d'« enquête » sur les réglementations applicables dans les juridictions membres des SC3 et SC5, en ce qui concerne tant l'information relative aux produits (notamment le contenu, le format ou le moment de l'information) que l'information due par les intermédiaires (notamment le contenu, le format, le partage de responsabilité éventuel entre producteurs et distributeurs).

Pour 2008, le groupe conjoint s'attache à proposer des recommandations ou des principes sur les informations clés (nature de l'information et mode de communication) que les intermédiaires devraient communiquer à leurs clients au moment de la vente de produits tels que des produits d'épargne collective, dans l'optique de favoriser un choix d'investissement éclairé, concernant :

> les éléments susceptibles de les placer en situation de conflits d'intérêts vis-à-vis de leurs clients lorsqu'ils leur conseillent ces produits (notamment en termes de rémunération) ;
> l'information due en général aux investisseurs achetant des instruments de placement collectifs (nature du produit, risques, frais, par exemple).

Le calendrier des travaux prévoit l'élaboration d'un document de discussion qui contiendrait des propositions de principes généraux à présenter au Comité technique de l'OICV pour approbation en mai 2008. Au préalable, l'avis des parties concernées, tant professionnels qu'investisseurs, sera recueilli.

3 > Les *soft commissions*

Les commissions en nature (plus connues sous le terme anglais de *soft commissions*) ont été examinées par l'OICV sous l'angle de la gestion collective. Elles sont définies[106] comme les arrangements par lesquels les OPCVM bénéficient de la part des intermédiaires de marché d'un paiement en nature lié à l'exécution des ordres de bourse qui leur ont été confiés. Leur développement est attesté dans la plupart des pays anglo-saxons, mais aussi en France, où la Commission des opérations de bourse avait abordé cette pratique dans un rapport d'octobre 2002 sur « Les frais et commissions à la charge de l'investisseur dans la gestion collective »[107].

(105) Cf. Rapport annuel 2006 de l'AMF, page 296.
(106) Dans un rapport de novembre 2006 soumis à consultation et téléchargeable à l'adresse : http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD227.pdf.
(107) Disponible sur le site internet de l'AMF à l'adresse : http://www.amf-france.org/document/general/5704_1.pdf.

À l'issue de la consultation publique organisée par le SC5, qui a reçu mandat de l'OICV en juin 2006 de faire un point détaillé de la régulation en la matière et, si nécessaire, d'établir des principes généraux, un rapport final a été publié en novembre 2007[108]. Cet état des lieux a permis de montrer que la situation était encore évolutive au niveau des réglementations nationales, raison pour laquelle il a été convenu de différer la formulation de nouveaux principes à l'échelon international.

Il a été toutefois acté que le SC5 proposerait au Comité technique de mettre en place un dispositif de veille pour les deux années à venir (2008-2009) et, pendant cette période, de jeter les bases d'une régulation en la matière selon l'évolution des développements constatés au fur et à mesure.

B – Les travaux communautaires et échanges bilatéraux : le groupe d'experts CESR-IM, la coopération avec la Commission européenne et la coopération bilatérale

1 > Le groupe d'experts CESR-IM et la coopération avec la Commission européenne

En 2007, animée par le souci constant de garantir un haut niveau d'harmonisation entre les différents États membres, l'AMF s'est fortement impliquée dans les travaux du CESR consacrés à la gestion collective, lesquels se déroulent au sein du groupe d'experts CESR-IM (CESR – *Investment Management*).

a) La réforme du prospectus simplifié des OPCVM

Ainsi, l'Autorité des marchés financiers et la *Financial Services Authority* britannique assument la coprésidence des travaux relatifs à la réforme du prospectus simplifié, poursuivant une coopération déjà ancienne, commencée au titre d'un précédent mandat du CESR sur la clarification des actifs éligibles aux OPCVM coordonnés. Le nouveau mandat, qui concerne plus spécialement les « informations clés » du prospectus simplifié, a constitué l'essentiel des travaux du CESR-IM au cours de l'année 2007 : ceux-ci ont comporté d'abord un appel à contributions lancé en mars, lequel a donné lieu ensuite à un premier projet d'avis publié en septembre, à une audition publique organisée en novembre et à la rédaction d'un avis définitif adopté au niveau technique en fin d'année, pour approbation par les présidents du CESR en février 2008.

Ces travaux du CESR-IM visent à mettre en œuvre une véritable réforme du prospectus des OPCVM en promouvant des documents plus faciles d'accès et, de ce fait, plus utiles pour les investisseurs, et en simplifiant la procédure de passeport pour l'industrie de la gestion grâce à la mise au point d'un support véritablement standardisé. Consciente de l'ampleur de l'enjeu, la Commission européenne a prévu de tester auprès des investisseurs les options possibles en matière de présentation simplifiée et résumée des caractéristiques d'un OPCVM. En ce qui concerne le CESR, le mandat qui lui a été confié consiste à identifier dans un premier temps les différentes options, de manière à pouvoir proposer à la Commission le matériel nécessaire à la réalisation de ces tests en 2008.

Le nouveau document, baptisé Informations clés *(Key Investor Information)*, aurait une longueur limitée à deux pages, avec une taille de caractère minimale déterminée. Le CESR propose de présenter, dans cet ordre : la stratégie suivie par l'OPCVM, son profil rendement risque, sa performance passée, les frais à la charge de l'investisseur. Pour chacun de ces éléments, il est convenu que la présentation devra être la plus compréhensible possible pour l'investisseur, les informations locales (par exemple celles relatives aux modalités concrètes de souscription) étant transférées dans le prospectus complet ou sur le site internet de l'émetteur, ce qui devrait faciliter le mécanisme du passeport.

(108) Disponible sur le site internet de l'OICV à l'adresse : http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD255.pdf.

Par ailleurs, à l'initiative de l'AMF, une *task force* opérationnelle a été constituée fin 2006 au sein du groupe d'experts CESR-IM, afin d'ouvrir un forum destiné aux échanges de vues entre régulateurs sur des cas concrets d'application de la directive OPCVM et sur la manière de renforcer la convergence dans leurs pratiques quotidiennes. Cette *task force* a conduit en 2007 ses premiers travaux et traité ses premiers cas pratiques d'application de la législation communautaire à de nouveaux produits.

b) Les autres sujets abordés par le groupe d'experts CESR-IM

Les autres sujets abordés par le groupe d'experts CESR-IM en 2007 ont porté notamment sur la publication d'un avis relatif à l'éligibilité des indices répliquant la performance de *hedge funds*. Le CESR a suivi cet avis en validant l'éligibilité de ces instruments dérivés aux investissements des OPCVM coordonnés, sous réserve que les indices de référence satisfassent certaines conditions. Cette décision confirme la nécessité de concevoir, au niveau européen, un véhicule coordonné pour les fonds de fonds alternatifs de droit national tels que, dans le cas français, les ARIA 3 : à défaut d'un tel outil, ceux-ci vont se trouver confrontés au risque d'une distorsion de concurrence.

2 > La coopération bilatérale

En 2007, les échanges bilatéraux de l'AMF avec ses principaux partenaires sur les sujets de régulation de la gestion collective se sont poursuivis à un rythme soutenu.

Par ailleurs, l'AMF a poursuivi sa stratégie d'échanges avec ses principaux homologues afin de définir des positions communes en amont des rendez-vous importants qui jalonnent les négociations multilatérales. Les positions défendues au sein du groupe d'experts CESR-IM et vis-à-vis de la Commission européenne ont ainsi fait l'objet d'échanges préalables avec d'autres régulateurs en vue de maximiser l'influence de l'Autorité dans le processus de décision multilatéral.

C – La réforme de la directive relative aux OPCVM

Les réponses détaillées et précises fournies par l'AMF aux différents stades de la consultation sur la réforme de la directive OPCVM (Livre vert, rapports de groupes d'experts de l'industrie) lui ont permis de devenir l'un des interlocuteurs privilégiés de la Commission européenne sur ces sujets. La dernière étape en date a été la consultation lancée en mars 2007 par la Commission sur ses premières orientations en vue d'une modification de la directive.

Dans sa réponse, l'AMF a de nouveau abordé les questions de régulation soulevées par les projets de modifications de la directive OPCVM qui visent à offrir de nouvelles possibilités d'organisation paneuropéenne aux sociétés de gestion. Tout en manifestant son adhésion au principe de ces mesures, l'Autorité s'est attachée à décrire de manière détaillée leurs conditions de faisabilité, insistant notamment sur la nécessité d'un partage clair et pragmatique des responsabilités entre régulateurs. Il s'agit, en particulier, de concevoir des procédures d'agrément plus fluides et plus efficaces lors des nouvelles opérations transfrontières (par exemple, fusions de fonds ou passeport de société de gestion) et de sauvegarder la capacité d'enquête du régulateur du pays d'accueil.

Ces réponses officielles ont été le point de départ de nombreux contacts entre les services de la Commission et ceux de l'AMF afin de mieux expliciter les enjeux et d'identifier les pistes de solution.

Enfin, répondant à l'appel à contributions de la Commission européenne sur l'opportunité de créer un régime harmonisé de placement privé pour les fonds non coordonnés en Europe, l'AMF a contribué activement au débat ainsi ouvert en 2007, se déclarant en faveur d'un tel régime.

5 – La coopération internationale en matière de surveillance et de discipline des marchés

A – La participation de l'AMF aux travaux de l'OICV

L'Autorité des marchés financiers a poursuivi en 2007 ses travaux au sein du comité permanent n° 4 de l'OICV, relatif aux enquêtes, à la coopération et à l'échange d'informations entre les régulateurs[109].

1 > Les relations avec les régulateurs peu ou pas coopératifs

Au cours de l'année 2007, les travaux relatifs à l'amélioration de la coopération avec les régulateurs considérés comme peu ou pas coopératifs, confiés en 2005 au SC4 par le Comité technique de l'OICV, se sont poursuivis.

Ce mandat portait, d'une part, sur l'identification des régulateurs ne coopérant pas de façon satisfaisante, d'autre part sur l'ouverture d'un dialogue approfondi destiné à trouver une solution aux situations de blocage. Une première liste comprenant trois noms avait ainsi pu être dressée en 2006 à partir de cas concrets d'enquêtes n'ayant pu aboutir pour diverses raisons (par exemple absence de réponse, renseignements très incomplets et/ou inexploitables, délais de réponse anormalement longs). À la suite des discussions bilatérales conduites avec les trois régulateurs concernés, certaines évolutions législatives positives, parfois assez substantielles, étaient entrées en vigueur, permettant l'accès de l'un d'entre eux au statut de membre de l'OICV.

Fort de ces résultats positifs, et toujours avec l'aval du Comité technique de l'Organisation, le SC4 a poursuivi en 2007 ses travaux dans ce domaine, identifiant trois autres régulateurs dont l'expérience passée en matière de coopération avait été jugée décevante. De la même façon que pour les pays de la liste examinée en 2006, un sous-groupe de quatre membres (la FSA pour la Royaume-Uni, l'OSC pour le Canada/Ontario, la CNMV pour l'Espagne et l'AMF) a mené en 2007 un travail long et approfondi d'analyse des problèmes rencontrés et engagé un dialogue avec chacun des trois régulateurs en question. L'un d'entre eux a reçu les membres du sous-groupe en décembre 2007, montrant à cette occasion des progrès remarquables dans sa législation, notamment en matière de coopération, qui augurent bien de la suite. Le dialogue se poursuivra en 2008 avec ce régulateur ainsi qu'avec les deux autres.

2 > L'accord multilatéral d'échanges d'information (MMOU)

L'AMF participe également aux activités du groupe de suivi de l'OICV *(Screening Group)* chargé d'examiner les candidatures à l'accord multilatéral d'échange d'informations (MMOU)[110] Ce texte important[111] établit des critères précis quant aux conditions de consultation, de coopération et d'échanges d'informations entre les pays membres, notamment pour leurs activités de surveillance des marchés et d'enquêtes sur les fraudes boursières.

(109) *Standing Committee n° 4 on Enforcement and Exchange of Information.* À la fin de 2007, le comité permanent n° 4 réunissait 23 régulateurs des pays ou provinces suivants : Afrique du Sud, Allemagne, Australie, Brésil, Belgique, Canada/Ontario, Canada/Québec, Espagne, États-Unis/CFTC, États-Unis/SEC, France, Grèce, Hong Kong, île de Man, Italie, Japon, Mexique, Nouvelle-Zélande, Pays-Bas, Pologne, Portugal, Royaume-Uni, Suisse.

(110) Le *Screening Group* comptait, fin 2007, 32 membres, soit les 23 membres du *Standing Committee* n° 4, auxquels s'ajoutent 9 régulateurs de : l'Afrique du Sud, la Belgique, la province canadienne de la Colombie-Britannique, l'île de Man, l'Inde, Israël (nouveau membre en 2007), la Nouvelle-Zélande, le Sri Lanka et la Turquie.

(111) Disponible sur le site internet de l'OICV à l'adresse http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD126-French.pdf.

Élaboré en 2001 et 2002 sous la présidence de Michel Prada, le MMOU a été adopté lors de la Conférence annuelle de l'OICV de mai 2002 à Istanbul[112]. L'AMF a été l'un des tout premiers signataires de ce document qui, fin 2007, avait été signé par 44 régulateurs sur les 109 « membres ordinaires » de l'Organisation – soit neuf juridictions de plus qu'en 2006[113]. Il convient également de noter l'adhésion en 2007 des Bermudes et des îles Vierges britanniques. Cette rapide progression témoigne du succès de l'action ambitieuse et volontariste de l'OICV, qui a souhaité que tous ses membres soient signataires du MMOU à la date du 1er janvier 2010. Fin 2007, la quasi-totalité des régulateurs non encore signataires s'étaient d'ailleurs portés candidats.

En tant que membre du *Screening Group*, l'AMF a apporté sa contribution à cet objectif de généralisation du MMOU en se joignant au dispositif d'assistance technique aux pays candidats (une mission en 2006, deux en 2007, dont une devant se poursuivre en 2008).

3 > Les autres sujets abordés par le SC4

Le SC4 a par ailleurs mené à bien, en 2007, sa contribution au développement de méthodes de travail conjointes entre régulateurs en cas de demandes de gel des avoirs dans les enquêtes internationales. Cette initiative faisait suite à un rapport que le groupe avait rédigé en 2005 sur ce sujet et qui avait abouti à l'adoption d'une résolution lors de la conférence annuelle de l'OICV en 2006.

L'année 2007 a également vu le SC4 mettre en place des relations plus étroites avec INTERPOL. Il a enfin entamé un nouveau mandat relatif à la lutte contre les fraudes internationales liées aux *boilers rooms* (« bouilloires »), manipulations de cours davantage présentes dans certains pays comme les États-Unis, le Canada ou l'Australie, qu'en France, mais sur lesquelles l'AMF, partie prenante à ce projet d'étude, demeure vigilante.

Enfin, l'AMF a continué en 2007 à représenter l'OICV aux réunions du GAFI, Groupe d'action financière, chargé de la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme.

B – La participation de l'AMF aux travaux du CESR-Pol

L'objectif principal de ce groupe permanent du CESR est de faciliter les échanges d'informations entre ses 29 membres[114] afin de rendre plus efficace la surveillance des opérations effectuées sur les marchés de valeurs mobilières placés sous leur contrôle. Le groupe CESR-Pol permet également aux autorités compétentes de rassembler les données nécessaires au bon déroulement de leurs enquêtes et de coordonner leurs efforts à l'occasion d'investigations internationales. Enfin, il permet un échange d'expériences sur des cas concrets, en vue de faire converger, dans la mesure du possible, les approches et pratiques des différents régulateurs, y compris avec ceux des pays tiers ; au cours de l'année 2007, le CESR-Pol a ainsi poursuivi le dialogue avec les régulateurs de Guernesey, de Jersey, de l'île de Man et de la Suisse en vue de promouvoir une compréhension mutuelle des cadres juridiques et des contraintes éventuelles de chacun et d'améliorer les pratiques de coopération avec ceux-ci.

(112) Cf. Rapport annuel 2002 de la COB, page 254.
(113) À savoir : Afrique du Sud, Canada/Alberta, Allemagne, Australie, Belgique, Bermudes*, Canada/Colombie-Britannique, Chine*, Danemark, Dubaï, Espagne, États-Unis/CFTC, États-Unis/SEC, Finlande*, France, Grèce, Hong Kong, Hongrie, île de Man, îles Vierges britanniques*, Inde, Israël, Italie, Jersey, Lituanie, Luxembourg*, Malaisie*, Malte, Maroc*, Mexique, Nouvelle-Zélande, Nigeria, Norvège, Canada/Ontario, Pays-Bas*, Pologne, Portugal, Canada/Québec, République tchèque*, Royaume-Uni, Singapour, Slovaquie, Sri Lanka, Turquie. NB : les nouveaux signataires de 2007 sont identifiés par un *.
(114) Cf. *supra* page 61 du présent chapitre.

1 > Les recommandations du CESR-Pol

Dans le cadre de ses travaux sur la mise en œuvre opérationnelle de la directive Abus de marché, de ses directives dites de second niveau et du règlement d'application, le CESR-Pol a achevé en 2007 la rédaction d'un second document de recommandations[115]. Ce document, à l'élaboration duquel l'AMF a activement participé, a été publié par le CESR le 12 juillet 2007, après une consultation publique qui a permis de prendre en compte de nombreuses propositions.

Dans le même cadre, faisant suite à la consultation publique lancée par le CESR au second semestre 2006 sur l'évaluation de la mise en œuvre effective du nouveau régime d'abus de marché en Europe et visant à permettre aux acteurs du marché de faire part de leurs remarques et critiques sur les points à améliorer, le CESR-Pol a établi un programme de travail rendu public par le CESR en juillet 2007[116]. Depuis lors, les travaux ont débuté en vue de traiter en priorité des questions relatives à la double dimension de l'information privilégiée ; à l'harmonisation des exigences concernant l'établissement et la communication des listes d'initiés ; à la notification de transactions suspectes ; au régime de la stabilisation d'instruments financiers. L'objectif est d'identifier d'éventuelles recommandations additionnelles que pourrait publier le CESR et, le cas échéant, des propositions qui pourraient être adressées à la Commission européenne en vue de modifier certaines dispositions des textes communautaires.

2 > Les sanctions administratives

En réponse au mandat confié par la Commission européenne au CESR, le CESR-Pol a établi la liste des mesures et sanctions administratives et pénales applicables dans les États membres en matière d'abus de marché. Ce rapport, à vocation informative, a été rendu public par le CESR le 22 novembre 2007[117].

3 > Les alertes

La diffusion entre régulateurs membres du CESR de communiqués de mise en garde concernant des personnes proposant des services d'investissement sans y être autorisées, ou commercialisant des produits qui n'ont pas reçu l'agrément du régulateur compétent, s'est poursuivie en 2007. Ainsi, l'AMF a transmis à ses homologues européens, *via* le réseau des membres du CESR-Pol, les communiqués d'alerte qu'elle a publiés sur son site internet en 2007. Au cours de cette même année, l'AMF a reçu près de 90 mises en garde de la part de ses homologues. Ces informations sont mises à la disposition du public par l'intermédiaire de la liste des sites internet des homologues européens de l'AMF[118].

(115) Intitulé *Market Abuse Directive – Level 3 – Second Set of CESR Guidance and Information on the Common Operation of the Directive to the Market* et disponible sur le site internet du CESR à l'adresse http://www.cesr.eu/index.php?page=contenu_groups&id=22&docmore=1, document 06/562b.
(116) Disponible sur le site internet du CESR à l'adresse http://www.cesr.eu/template.php?page=groups&id=22&keymore=1&BoxId=1, document 07/416.
(117) *Report on Administrative Measures and Sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive* (MAD) (07-693), disponible sur le site internet du CESR, à l'adresse : http://www.cesr.eu/index.php?docid=4853.
(118) Rubrique http://www.amf-france.org/affiche_page.asp?urldoc=alertes_membrescesr.htm.

6 – La coopération internationale en matière technique

Dans le cadre de sa mission de concours technique à la régulation européenne et internationale des marchés financiers, l'AMF a poursuivi en 2007 ses actions de coopération aux niveaux bilatéral et multilatéral avec ses homologues étrangers.

A – Au niveau bilatéral

Soucieuse de mettre en valeur le marché français et de faciliter la reconnaissance des acteurs français sur l'ensemble des places financières, l'AMF entend favoriser la promotion du modèle européen et français de régulation.

1 > Les accords de coopération et de partenariat

Aux 36 accords et conventions d'assistance ou de coopération progressivement mis en place par l'AMF (et, avant elle, par la Commission des opérations de bourse) depuis 1989 avec ses homologues dans le cadre d'échanges d'informations, de déroulement d'enquêtes et de coopération technique, est venue s'ajouter en décembre 2006 la signature avec le régulateur de marché chinois, la *China Securities Regulatory Commission* (CSRC), d'une lettre établissant une coopération renforcée. Cette coopération, qui s'inscrit dans le cadre d'une convention COB-CSRC de 1998, étend considérablement le champ de cette dernière.

Reflet de l'intérêt croissant de la Chine pour les questions de régulation financière mais aussi pour l'expertise de l'industrie française de la gestion d'actifs, l'accord du 7 décembre 2006 vise à accroître les échanges techniques entre les deux autorités dans les domaines de la gestion de fonds, de la commercialisation de produits financiers, du rôle des nouveaux acteurs du marché (investisseurs institutionnels, caisses de retraites), de l'information financière, de la supervision du marché et des règles applicables aux intermédiaires financiers. Les moyens que se donnent les cosignataires incluent l'organisation de stages, de séminaires, de visites d'études et de conférences à l'intention des personnels des deux Autorités, auxquels sont associés les acteurs du marché. C'est dans ce cadre que l'AMF a accueilli, en juin 2007, une délégation de collaborateurs de la CSRC et de gérants d'actifs de sociétés chinoises pour un séminaire de formation de deux semaines consacré au modèle français de régulation dans le domaine de la gestion collective. Ces réflexions se sont poursuivies en octobre 2007 à Pékin, lors d'un séminaire de trois jours au cours duquel une délégation emmenée par Michel Prada est intervenue devant la communauté financière chinoise, aux côtés des principaux responsables de la CSRC. Ont été abordés les enjeux de régulation communs tels que l'éducation et l'information des investisseurs, et le contrôle des risques dans les sociétés de gestion.

Les présidents de l'AMF et de la CSRC acteront, lors de rencontres annuelles, les grandes orientations des programmes ainsi mis en place.

L'AMF a également accueilli en formation une délégation du Vietnam elle aussi composée de collaborateurs du régulateur et de gérants d'actifs.

On a vu[119] que ce partenariat renforcé avait conduit l'AMF à organiser en 2007 des séminaires de formation à Paris et à Pékin. Leur plein succès a permis d'en confirmer le principe.

(119) Cf. *supra* page 90 du présent chapitre.

2 > Les rencontres avec les délégations étrangères et européennes

Cinq délégations étrangères représentant des autorités de régulation ou des professionnels du Japon, du Québec, d'Afrique de l'Ouest, du Sénégal et du Vietnam ont été reçues au cours de l'année 2007 à l'AMF pour des entretiens d'intérêt commun et des échanges de points de vue et d'expériences concrètes sur des sujets liés à la régulation financière. Ces rencontres prenaient place dans le cadre des accords bilatéraux signés avec les autorités concernées.

Il faut y ajouter les réunions bilatérales organisées avec des membres d'autorités de régulation européennes. Souvent introduites par des tours d'horizon qui permettent de clarifier les positions respectives, elles s'inscrivent généralement en lien avec les travaux du CESR et portent, pour cette raison, sur des thèmes d'actualité : au nombre de cinq en 2007, elles ont concerné les régulateurs belges, espagnols, luxembourgeois, allemands et italiens et ont notamment été consacrées à la mise en œuvre des directives européennes, en particulier MIF et Prospectus.

B – Au niveau multilatéral

1 > Le Comité régional européen de l'OICV

L'organisation de l'OICV en comités régionaux (il en existe quatre, pour chacune des grandes zones géographiques) permet à ses membres d'aborder des problématiques communes selon un angle adapté à leurs situations respectives. Le Comité régional européen offre de surcroît l'avantage, pour ses participants en général et pour l'AMF en particulier, de permettre d'échanger avec des autorités parfois moins connues. De fait, la présence de la Commission fédérale des banques (Suisse) comme des régulateurs des îles Anglo-Normandes, de Norvège ou de Russie notamment, permet de confronter les positions avec des partenaires importants en dehors du cadre bien balisé de l'Union européenne.

En 2007, le Comité régional européen de l'OICV s'est réuni à Madrid à deux reprises en octobre : une première fois à l'occasion du séminaire de formation sur la transition aux normes IFRS, au cours duquel l'AMF a présenté l'exemple du processus européen ; une seconde fois sur le thème des Principes de l'OICV et de l'application pratique de l'accord multilatéral d'échanges d'informations déjà cité[120]. La participation de l'AMF portait sur « les leçons pratiques à tirer des activités des équipes de vérification et d'enquête ».

L'OICV a également organisé en octobre, à Madrid, à l'échelle internationale une conférence en partenariat avec le Forum international pour l'éducation des investisseurs, une association fondée en 2003 par des professionnels soucieux de cette problématique. Michel Prada, en tant que président du Comité technique de l'OICV, y a prononcé le discours d'ouverture des travaux d'une des sessions.

(120) Cf. *infra* page 87 du présent chapitre.

2 > L'Institut francophone de la régulation financière (IFREFI)

Mis en place progressivement à partir de l'année 2000, à l'initiative de la Commission des opérations de bourse, l'Institut francophone de la régulation financière (IFREFI) a pour ambition d'être une structure souple de dialogue et de coopération réunissant l'ensemble des autorités de régulation des marchés financiers qui utilisent le français comme langue de travail. Depuis 2006, il est doté d'un site internet[121] qui lui assure une visibilité à l'extérieur tout en apportant à ses membres un support pour faciliter les contacts entre eux et servir de lieu d'archivage des documents utilisés lors des réunions des présidents et des séminaires de formation.

Comme chaque année depuis la signature de sa charte fondatrice en 2002, l'IFREFI s'est réuni courant 2007 à deux occasions : lors de la réunion des présidents et lors du séminaire de formation à destination du personnel des autorités membres.

a) La réunion des présidents

La réunion des présidents fournit l'occasion d'un échange de points de vue de haut niveau sur l'actualité financière internationale et permet de traiter un thème d'intérêt commun en profondeur. En 2007, elle s'est tenue à Tunis, en juin, à l'invitation du Conseil des marchés financiers tunisiens (CMF) et en présence de 14 participants représentant 27 pays et 13 marchés financiers[122]. Après un tour de table sur les avancées réglementaires respectives dans chaque juridiction, une présentation des travaux de l'OICV ainsi qu'un point d'actualité sur la conjoncture économique et financière internationale ont été faits. Un débat a également permis de traiter le thème de la gouvernance d'entreprise sur la base des expériences de régulateurs de pays industrialisés et de pays émergents en la matière.

D'autre part, lors de cette réunion, l'IFREFI a accueilli comme seizième membre la Commission de supervision financière de Bulgarie (FSC).

b) Le séminaire de formation à destination des personnels des autorités de marché

Les séminaires de formation sont l'occasion d'aborder de manière concrète et pédagogique des sujets techniques qui font partie des préoccupations professionnelles nouvelles ou récurrentes des personnels des autorités de marché. Trois thèmes ont été examinés à Tunis, sous la forme de tables rondes qui ont donné lieu à une dizaine d'interventions (notamment de la part des responsables des autorités de régulation et des professionnels du chiffre), suivies de débats sur :

- l'adoption des normes comptables internationales. Une présentation a été faite des normes IFRS et du rôle de l'IASB, puis les cas de différents pays au regard de leurs propres contraintes législatives et réglementaires en la matière ont été analysés ;
- la qualité de l'audit au regard de la régulation financière. Ont notamment été évoqués les relations entre régulateurs et auditeurs et, de manière plus large, les cadres institutionnels mis en place ;
- la gouvernance et le contrôle interne. Le sujet a été traité sous l'angle des dispositifs légaux ainsi qu'au regard des attentes des régulateurs.

(121) À l'adresse : http://www.ifrefi.org.

(122) Étaient représentés la Belgique (CBFA), la Bulgarie (FSC), le Cameroun (CMF), la Communauté économique et monétaire d'Afrique centrale (CEMAC qui rassemble 5 pays : Cameroun, Centrafrique, Congo, Gabon, Tchad), 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 : Bénin, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Guinée-Bissau, Mali, Niger, Sénégal et Togo), la Tunisie, la principauté de Monaco, la Roumanie et la Moldavie. L'Algérie (COSOB) et la Guinée Conakry (PBVG) étaient excusées.

Chapitre 3

Les opérations financières et la qualité de l'information

1 – L'évolution réglementaire et l'action de l'AMF en 2007 en matière de meilleure régulation 95

2 – L'évolution de l'activité en 2007 (hors offres publiques d'acquisition) 107

3 – La régulation des offres publiques d'acquisition 117

4 – Les aspects comptables 132

L'année 2007 a vu l'achèvement en France de la transposition des directives du plan d'action pour les services financiers de la Commission européenne. Les obligations d'information périodique issues de la directive Transparence sont entrées en vigueur le 20 janvier 2007. Les nouvelles modalités de diffusion de l'information réglementée ont ainsi été mises en place. Par ailleurs, les mesures d'application de la directive Transparence ont fait l'objet de travaux de transposition et d'une consultation au cours du second semestre 2007. Les modifications du règlement général de l'AMF, homologuées par arrêté du 8 janvier 2008, sont entrées en vigueur en mars 2008. Il restera, enfin, à parachever le dispositif d'archivage de l'information réglementée.

Le 1er novembre 2007, les marchés financiers ont connu une évolution importante avec l'entrée en vigueur de la directive MIF. Si les impacts directs pour les sociétés cotées sont limités à ce stade, l'AMF a été conduite à modifier certaines dispositions de son règlement général et sa doctrine en matière d'introduction en bourse. La directive ne reconnaît en effet plus le droit pour le régulateur de s'opposer à l'admission et à la radiation des titres d'une société sur un marché réglementé.

L'Autorité des marchés financiers a, par ailleurs, travaillé avec les professionnels afin de concrétiser les engagements pris dans le cadre de la démarche de « Meilleure régulation ». Les propositions formulées par les groupes de travail sur les valeurs moyennes et petites (VaMPs) et la simplification de la procédure de visa permettront d'adapter l'information requise et les contrôles à la taille et au profil des sociétés. La création du compartiment professionnel constitue, en outre, une mesure renforçant la compétitivité de la Place de Paris.

Sur le plan des opérations financières, 2007 a été une année en demi-teinte avec une baisse significative des introductions en bourse sur Euronext et des inscriptions sur Alternext, en particulier sur le second semestre 2007. Néanmoins, le nombre total de visas délivrés reste stable. 2007 est aussi la première année pleine d'application du nouveau régime des offres publiques issu, non seulement, de la directive sur les Offres publiques d'acquisition, mais aussi d'une refonte de la procédure d'instruction des offres publiques par l'AMF. Dans le domaine des OPA, l'année 2007 a été marquée par deux décisions de non-conformité, prises par l'AMF, en raison de l'identification d'actions de concert.

1 – L'évolution réglementaire et l'action de l'AMF en 2007 en matière de meilleure régulation

A – La finalisation de la transposition de la directive Transparence

1 > La transposition des mesures d'application

La directive Transparence renvoie à des mesures d'application le soin de prendre des dispositions plus détaillées concernant les déclarations de franchissement de seuil, les modalités de diffusion de l'information réglementée et, enfin, les conditions dans lesquelles pourra être reconnue équivalente la législation d'un État tiers à l'accord sur l'Espace économique européen.

Ces mesures ont pris la forme de la directive du 8 mars 2007[1], dont la transposition en droit français s'est effectuée en plusieurs étapes, les dispositions relatives à la diffusion de l'information réglementée ayant été transposées par anticipation[2], pour permettre aux émetteurs de disposer, le plus tôt possible, d'un cadre juridique complet concernant la diffusion de leur information périodique et permanente.

(1) Directive 2007/14/CE de la Commission du 8 mars 2007 portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la directive 2004/109/CE 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 règlementé.
(2) Arrêté du 4 janvier 2007.

a) La publication par l'AMF du nombre d'actions et de droits de vote et des déclarations de franchissement de seuil

En 2007, l'AMF, avec le concours des professionnels, s'est attachée à préciser ses textes en matière de déclaration de franchissement de seuil.

La publication du nombre d'actions et de droits de vote

Sur la base des informations qui lui étaient communiquées par les émetteurs[3], l'AMF publiait chaque semaine le nombre de droits de vote et d'actions composant le capital des sociétés cotées sur un marché réglementé. Or, depuis la transposition de la directive Transparence, la publication du nombre de droits de vote et du nombre d'actions relève du régime de l'information réglementée. Les variations mensuelles de droits de vote doivent donc faire l'objet d'une diffusion effective et intégrale ainsi que d'une mise en ligne sur le site de la société concernée pendant au moins cinq ans.

En conséquence, l'AMF ne publie plus le nombre de droits de vote et d'actions composant le capital des sociétés cotées sur un marché réglementé, cette information étant désormais publiée par les émetteurs.

La publication des déclarations de franchissement de seuil

Le règlement général a été modifié le 31 mars 2008 et prévoit désormais que l'AMF publie les déclarations de franchissement de seuil dans un délai de trois jours de négociation suivant leur réception. La mise en place d'une boîte électronique dédiée aux déclarations, dont l'usage reste toutefois facultatif, doit faciliter le traitement des déclarations.

La clarification de la doctrine sur les franchissements de seuil

L'AMF a publié, le 17 juillet 2007, une série de questions-réponses relatives aux nouvelles modalités de calcul des franchissements de seuil de participation. En effet, depuis la transposition de la directive Transparence, le règlement général de l'AMF précise les modalités et les règles de calcul de la participation en droits de vote détenue par un actionnaire, le nombre de droits de vote total retenu étant désormais « calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote »[4]. L'AMF considère ainsi que les seuils prévus à l'article L. 233-7 du code de commerce et les seuils mentionnés au titre III du livre II de son règlement général, relatif aux offres publiques d'acquisition, doivent être appréciés, sauf disposition expresse contraire, sur la base du nombre total de droits de vote théoriques[5]. Suivant la même logique, dans la mesure où cette information est destinée à permettre aux actionnaires d'effectuer leurs déclarations de franchissement de seuil, les émetteurs devront également prendre en compte le nombre total de droits de vote théoriques pour déterminer s'ils doivent publier l'information prévue au II de l'article L. 233-8 du code de commerce. Pour la bonne information du public, l'AMF recommande aux sociétés pour lesquelles il existe un différentiel significatif entre le nombre de droits de vote théoriques et le nombre de droits de vote exerçables de publier les deux chiffres[6].

(3) Les sociétés dont des actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé doivent, en application du II de l'article L. 233-8 du code de commerce et de l'article 223-16 du règlement général de l'AMF, publier chaque mois le nombre total d'actions et de droits de vote composant leur capital, si ce nombre a varié par rapport à ceux publiés antérieurement.
(4) Article 223-11 du règlement général de l'AMF.
(5) Le nombre de droits de vote théoriques est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions temporairement privées de droits de vote.
(6) Cf. position de l'AMF intitulée « Questions-réponses sur les nouvelles modalités de calcul des franchissements de seuil de participation », publiée le 17 juillet 2007.

b) L'équivalence de la législation des États non parties à l'accord sur l'EEE en matière d'information périodique

Le règlement général de l'AMF permet, désormais, de reconnaître l'équivalence de la législation d'un État tiers à l'Espace économique européen en matière d'information périodique. Cette possibilité complète la faculté offerte aux émetteurs[7] d'établir un prospectus qui comporte des informations équivalentes à celles prévues par le règlement (CE) n° 809/2004. Ces dispositions sont de nature à favoriser la cotation d'émetteurs étrangers à Paris.

Concernant l'information périodique, les nouveaux articles 222-10 à 222-16[8] précisent les conditions dans lesquelles l'équivalence pourra être reconnue par l'AMF. Ces articles portent sur le contenu du rapport financier annuel, du rapport financier semestriel et de l'information financière trimestrielle. En particulier, la législation d'un État pourra être reconnue équivalente même si elle ne prévoit pas que le rapport financier annuel ou semestriel comporte une déclaration des personnes responsables à la condition qu'au moins une personne, au sein de l'émetteur, assume la responsabilité des états financiers et du rapport de gestion.

Dans tous les cas, l'émetteur concerné doit diffuser, conserver et déposer auprès de l'AMF les informations équivalentes selon les modalités définies aux articles 221-3 à 221-5 du règlement général :

> ces informations font l'objet d'une diffusion effective et intégrale en recourant, le cas échéant, à un diffuseur professionnel inscrit sur la liste publiée par l'AMF ;

> ces informations sont déposées auprès de l'AMF simultanément à leur diffusion soit par l'émetteur, selon les modalités précisées par l'instruction AMF n° 2007-03 du 27 avril 2007 relative aux modalités de dépôt de l'information réglementée, soit par un diffuseur professionnel ;

> elles sont conservées pendant cinq ans, à compter de leur diffusion, sur le site internet de l'émetteur.

2 > Le mécanisme d'archivage de l'information réglementée

a) Les exigences de la directive Transparence et les mesures transitoires adoptées par l'AMF

L'article 21 de la directive Transparence[9] impose à chaque État membre l'obligation de faire en sorte « qu'il existe au moins un mécanisme officiellement désigné pour le stockage centralisé des informations réglementées ». Les sociétés cotées ont ainsi l'obligation, lorsqu'elles diffusent une information réglementée, de la transmettre à leur autorité compétente et au mécanisme officiellement désigné pour l'archivage[10].

La Commission européenne avait confié au CESR, en juillet 2005, la mission de formuler des recommandations sur les standards de qualité des mécanismes d'archivage nationaux ainsi que sur l'organisation d'un réseau européen reliant tous les mécanismes d'archivage entre eux. Les recommandations du CESR ont été publiées le 6 juillet 2006 sous la forme d'un avis technique.

Dans l'attente de l'adoption des mesures d'application, la Commission européenne avait, par ailleurs, indiqué, dans un courrier adressé au CESR[11], que les États membres jouissaient d'une certaine liberté dans l'archivage de l'information réglementée pendant une période transitoire. Pour sa part, l'AMF a demandé aux sociétés de conserver l'information réglementée sur leur site internet. L'article 221-3 du

(7) Article 212-36 du règlement général de l'AMF.
(8) Introduits dans le règlement général par arrêté du 8 janvier 2008.
(9) 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 règlementé et modifiant la directive 2001/34/CE.
(10) OAM : *Officially Appointed Mechanism.*
(11) Lettre du 20 juillet 2005 de M. Alexander Schaub, directeur général, DG Internal Market and Services, Commission européenne, à M. Arthur Docters Van Leeuwen, président du CESR : « *To the extent that the interim storage mechanism offers to end users some kind of access to regulated information, a wide and flexible interpretation of the Transparency Directive would allow to consider that its letter is respected. Once the implementing measures in place, a secondary transposition period would be established for those measures, taking into consideration the time needed for the adaptation to the new requirements.* »

règlement général de l'AMF[12] dispose ainsi que les sociétés mettent en ligne sur leur site internet et conservent pendant une durée de cinq ans les informations réglementées qu'elles diffusent. L'obligation de conservation des informations sur les sites des sociétés s'applique à toutes les sociétés faisant appel public à l'épargne, qu'elles soient cotées sur Euronext Paris ou non (sociétés inscrites sur Alternext Paris et sur le Marché libre).

L'AMF a mis en place sur son site internet une page donnant accès aux sites des sociétés cotées sur Euronext Paris. Cette mesure respecte l'esprit de la directive en offrant au public un point d'accès centralisé à l'information réglementée.

b) La désignation du mécanisme d'archivage et la constitution d'un réseau européen

La Commission européenne a soumis à consultation publique, au début du mois de mars 2007, un document de travail définissant, notamment, les critères de fonctionnalité et de sécurité que devront respecter les mécanismes d'archivage. À l'issue de cette consultation, la Commission a publié en octobre 2007 une recommandation[13] précisant les standards techniques des mécanismes d'archivage nationaux et les principes encadrant la constitution d'un réseau européen.

La désignation du mécanisme national d'archivage

Le mécanisme d'archivage doit répondre à quatre types de critères :

> la sécurité – le mécanisme doit pouvoir garantir la sécurité des informations qui lui sont transmises et assurer la continuité du service en cas de panne ou de sinistre ;

> l'authentification des sources – le mécanisme doit pouvoir authentifier la source des informations qu'il reçoit ;

> l'enregistrement des informations – le mécanisme d'archivage doit disposer d'une fonction d'horodatage de toute information déposée ;

> l'accessibilité – le mécanisme doit être accessible à tout moment et permettre aux utilisateurs de visualiser, télécharger et imprimer les informations directement depuis le site internet du mécanisme d'archivage.

Enfin, la Commission européenne considère, s'agissant du coût pour l'utilisateur final, que la consultation des documents archivés en format brut devrait être gratuite pendant au moins une certaine période après leur dépôt par les sociétés.

Les États membres ont jusqu'au 31 décembre 2008 pour prendre les mesures nécessaires afin de désigner les mécanismes d'archivage et de se conformer à la recommandation de la Commission.

La constitution d'un réseau européen d'archivage

L'article 22 de la directive Transparence[14] dispose que les autorités compétentes des États membres doivent fixer des orientations appropriées afin de faciliter l'accès du public aux informations avec pour objectif la création d'un réseau électronique unique, ou d'une plate-forme de réseaux électroniques reliant les États membres.

(12) L'article 221-3 du règlement général de l'AMF dispose que : « I. – L'émetteur s'assure de la diffusion effective et intégrale de l'information réglementée définie à l'article 221-1.
II. – L'émetteur met en ligne sur son site internet les informations réglementées dès leur diffusion. Ces informations y sont conservées pendant au moins cinq ans à compter de leur date de diffusion. Lorsque l'émetteur n'a aucun instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé, la publication sur son site des informations réglementées vaut diffusion effective et intégrale au sens du I. »

(13) Recommandation de la Commission du 11 octobre 2007 concernant le réseau électronique reliant les mécanismes officiellement désignés pour le stockage centralisé des informations réglementées, visé dans la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil.

(14) Article 22 de la directive Transparence : « 1. Les autorités compétentes des États membres fixent des orientations appropriées afin de faciliter encore l'accès du public aux informations à publier en vertu de la directive 2003/6/CE (Abus de marché), de la directive 2003/71/CE (Prospectus) et de la présente directive. Ces orientations ont pour but la création :
a) d'un réseau électronique national à établir au niveau national et regroupant les régulateurs nationaux des valeurs mobilières, les opérateurs des marchés réglementés et les registres des sociétés nationaux couverts par la première directive 68/151/CEE du Conseil du 9 mars 1968 tendant à coordonner, pour les rendre équivalentes, les garanties qui sont exigées, dans les États membres, des sociétés au sens de l'article 48, deuxième alinéa du traité, pour protéger les intérêts tant des associés que des tiers ; et
b) d'un réseau électronique unique, ou d'une plate-forme de réseaux électroniques reliant les États membres (...). »

Le CESR avait clairement indiqué, dans son avis technique de juillet 2006[15], sa préférence pour la création, au niveau européen, d'un portail d'accès comprenant une liste de toutes les sociétés cotées au sein de l'EEE et renvoyant par des liens internet vers chaque mécanisme d'archivage national. Cette solution est apparue comme la moins coûteuse à mettre en place et à administrer, tout en offrant aux investisseurs et au public un point d'accès à l'information centralisé.

La recommandation de la Commission européenne retient le modèle ainsi préconisé et définit, en des termes assez généraux, les conditions que doit remplir le futur réseau européen. La Commission rappelle que chaque État membre doit s'assurer que les mécanismes sous sa compétence prennent les mesures nécessaires à la création du réseau d'archivage. Ces mesures consistent essentiellement en la signature entre les mécanismes nationaux d'un accord comprenant notamment :

> les conditions à remplir pour faire partie du réseau ;
> la création d'une entité chargée d'administrer le réseau et les règles de gouvernance de cette entité ;
> les modalités de financement de ce réseau ;
> les caractéristiques techniques du réseau.

Le dispositif applicable en France sera arrêté en 2008.

B – Les impacts de la directive MIF

1 > La suppression du droit d'opposition de l'AMF à l'admission et à la radiation d'instruments financiers

Le code monétaire et financier[16], dans sa rédaction en vigueur avant le 1er novembre 2007, permettait à l'AMF de s'opposer à l'admission d'un instrument financier sur un marché réglementé ainsi qu'à la radiation d'un instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé dans des conditions précisées par les articles 214-3 à 214-5 du règlement général de l'AMF. Par ailleurs, certaines modalités d'application du droit d'opposition relatives aux engagements de conservation des actionnaires étaient définies dans une instruction[17].

L'AMF pouvait ainsi s'opposer à l'admission d'instruments financiers aux négociations sur un marché réglementé lorsqu'elle considérait que celle-ci faisait courir des risques incompatibles avec l'intérêt des investisseurs et avec l'intégrité des marchés. Elle pouvait s'opposer pour les mêmes motifs à leur radiation.

Sur cette base, la COB puis l'AMF avaient établi un *corpus* de règles précisant les circonstances dans lesquelles le régulateur pouvait s'opposer à l'admission d'instruments financiers.

Certaines d'entre elles étaient expressément mentionnées dans le règlement général. C'était notamment le cas lorsque l'AMF estimait que les états financiers d'une société présentaient des lacunes graves, que les diligences effectuées par les contrôleurs légaux d'une société étaient insuffisantes ou que le défaut d'indépendance des contrôleurs manifeste.

L'AMF pouvait également s'opposer à l'admission d'instruments financiers lorsque, pendant l'année précédant l'admission, ces instruments avaient fait l'objet d'opérations au profit de personnes qui auraient été indûment privilégiées.

Enfin, le droit d'opposition avait permis à l'AMF de développer des principes que devait respecter toute société demandant l'admission de ses titres sur un marché réglementé ou leur retrait. Il s'agissait notamment :

(15) Disponible sur le site internet du CESR, à l'adresse http://www.cesr.eu
(16) Article L. 421-4 du code monétaire et financier : « I. – L'admission d'instruments financiers aux négociations sur un marché réglementé est décidée par l'entreprise de marché, sous réserve du droit d'opposition de l'Autorité des marchés financiers. L'accord exprès de l'émetteur de l'instrument financier est requis. (...).
III. – La radiation d'un instrument financier est décidée par l'entreprise de marché, sous réserve du droit d'opposition de l'Autorité des marchés financiers ».
(17) Instruction COB du 13 février 2001 prise en application du règlement COB n° 96-01.

> des principes généraux relatifs aux bons d'option et titres de créances complexes[18] ;
> des exigences en matière de notation et de garantie des titres de créance[19] ;
> de la propriété des actifs essentiels, incluant les brevets et les marques, pour les sociétés qui souhaitent s'introduire en bourse[20] ;
> de l'obligation pour les sociétés étrangères souhaitant sortir de la cote de réaliser une procédure ordonnée de retrait *(sales facility)*[21].

L'entrée en vigueur des nouvelles dispositions, issues de la transposition de la directive MIF[22], au 1er novembre 2007, ont entraîné la suppression du droit d'opposition de l'AMF. En effet, la directive MIF prévoit que l'établissement des règles d'admission des instruments financiers à la négociation sur un marché réglementé est de la seule responsabilité de l'entreprise de marché. La nouvelle rédaction du code monétaire et financier issue de l'ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007, en ses articles L. 421-14 et L. 421-15, ne fait donc plus aucune référence au droit d'opposition.

Les articles 214-3 à 214-5 du règlement général relatifs au droit d'opposition de l'AMF ont en conséquence été abrogés. Parallèlement à ces modifications, un principe d'information de l'AMF par l'entreprise de marché, préalablement à toute admission, a été introduit dans le règlement général[23].

2 > La modification des règles d'Euronext Paris

Anticipant l'impact de l'entrée en vigueur de la directive MIF, l'AMF s'est rapprochée de l'entreprise de marché afin d'examiner les modifications éventuelles à apporter aux règles d'organisation non harmonisées d'Euronext Paris afin de garantir un niveau élevé de protection des investisseurs.

Trois points étaient visés en particulier :
> les exigences en matière de notation et de garantie des titres de créance ;
> la propriété des actifs stratégiques ;
> la mise en œuvre d'une procédure de retrait organisée *(sales facility)* préalablement à la radiation d'une société étrangère.

S'agissant des exigences en matière de notation et de garantie des titres de créance, les règles harmonisées d'Euronext prévoient que l'entreprise de marché peut subordonner l'admission à la notation des obligations concernées par une agence de notation financière ou demander que le principal et les intérêts soient garantis par une société mère ou par un tiers.

La doctrine de l'AMF sur la nécessité pour une société qui demande son admission de détenir les actifs essentiels à son activité a été reprise dans les règles de marché. L'article P. 1.1.3 du livre II des règles d'Euronext Paris prévoit en conséquence que l'entreprise de marché peut rejeter une demande d'admission aux négociations s'il lui apparaît que l'émetteur concerné n'a pas la maîtrise d'un actif essentiel à son exploitation.

En ce qui concerne la mise en œuvre d'une s*ales facility,* les règles d'Euronext Paris ont également été modifiées afin d'intégrer cette obligation[24].

(18) Les principes généraux élaborés en 2003 par la COB ont été modifiés en décembre 2005 (position AMF du 27 décembre 2005) afin d'anticiper la suppression du droit d'opposition. Les émetteurs doivent à présent mentionner s'ils respectent ou non les principes définis par l'AMF.
(19) Cf. Bulletin mensuel de la COB d'octobre 2003, n° 383.
(20) Cf. Bulletin mensuel de la COB d'avril 2002, n° 367.
(21) Cf. Bulletin mensuel de la COB de décembre 2001, n° 363.
(22) Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les Marchés d'instruments financiers.
(23) Article 214-3 modifié par arrêté du 30 octobre 2007 : « L'entreprise de marché qui gère un marché réglementé informe l'AMF préalablement à l'admission aux négociations d'un instrument financier, dans un délai fixé par les règles de fonctionnement dudit marché. »
(24) L'article P. 1.4.4 du livre II des règles d'Euronext Paris précise que « (...) l'émetteur qui demande la radiation de ses titres de capital alors qu'il prévoit de rester admis aux négociations sur un autre marché réglementé ou un marché d'un pays tiers présentant des caractéristiques équivalentes doit suivre une procédure de retrait ordonné, définie par instruction et qui implique notamment de proposer préalablement aux actionnaires existants la vente de leurs titres sur le marché le plus liquide avec une prise en charge des coûts associés ».

Enfin, par symétrie avec le principe d'information de l'AMF introduit dans le règlement général, l'entreprise de marché a modifié ses règles afin de prévoir de recueillir les observations éventuelles de l'AMF, cinq jours de négociation avant la décision d'admission des titres de la société concernée[25].

3 > L'information des régulateurs en cas de suspension et de radiation d'instruments financiers

Depuis l'entrée en vigueur de la directive MIF, toute décision de suspension des négociations et de radiation d'un instrument financier coté sur un marché réglementé, qu'elle soit prise par Euronext Paris ou requise par l'AMF, donne lieu à une information des autorités compétentes des autres États parties à l'accord sur l'EEE.

En outre, lorsque la suspension ou la radiation d'un instrument financier est requise par une autorité compétente, les autorités des autres États membres sont tenues d'exiger, selon le cas, la suspension ou la radiation de l'instrument financier sur les marchés réglementés et les systèmes multilatéraux de négociation sous leur surveillance et sur lesquels l'instrument est négocié, sauf si une telle décision est susceptible d'affecter les intérêts des investisseurs ou le fonctionnement ordonné du marché.

C – La réforme des « parachutes dorés » dans les sociétés cotées

La loi en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat[26] a modifié le régime des conventions réglementées applicable aux engagements portant sur « les rémunérations, indemnités ou avantages dus, ou susceptibles d'être dus, à raison de la cessation des fonctions ou postérieurement à celles-ci, à des dirigeants des sociétés cotées (président, directeur général, directeur général délégué et membres du directoire)[27] ». Les dispositions concernées du code de commerce sont complétées par les mesures suivantes :

> la convention doit prévoir des conditions de performance du bénéficiaire qui sont appréciées au regard de celles de la société pour que l'attribution de cette rémunération « différée » soit possible ;
> l'autorisation de la convention par le conseil d'administration ou le conseil de surveillance est rendue publique selon des modalités fixées par décret ;
> l'approbation de la convention en assemblée générale doit faire l'objet d'une résolution spécifique pour chaque bénéficiaire et elle doit intervenir à chaque renouvellement du mandat social ;
> sous peine de nullité, la réalisation des conditions de performance doit être constatée par le conseil avant l'attribution de la rémunération, cette décision devant être rendue publique selon des modalités fixées par décret.

Certains engagements sont toutefois exclus de ce nouveau dispositif (indemnités de non-concurrence et compléments de retraite des dirigeants prévus par le code de la Sécurité sociale) ; ils sont donc uniquement soumis au régime de droit commun des conventions réglementées fixé par les articles L. 225-38 et suivants du code de commerce.

Enfin, les commissaires aux comptes attestent désormais « spécialement l'exactitude et la sincérité des informations relatives aux rémunérations et aux avantages de toute nature versés à chaque mandataire social »[28].

(25) Article P. 1.1.2 du livre II des règles de marché d'Euronext.
(26) Article 17 de la loi n° 2007-1223 du 21 août 2007 relatif aux indemnités de départ et aux engagements de retraite des dirigeants.
(27) Articles L. 225-22-1 et L. 225-42-1 (société anonyme à conseil d'administration) et, d'autre part, les articles L. 225-79-1 et L. 225-90-1 (société anonyme à directoire) du code de commerce.
(28) Article L. 823-10 du code de commerce.

D – La démarche de « Meilleure régulation »

En 2007, les premières applications réglementaires de la démarche de « Meilleure régulation » à destination des émetteurs se sont concrétisées.

1 > L'adaptation des obligations d'information financière aux valeurs moyennes et petites (VaMPs)

Un groupe de travail présidé par Yves Mansion, membre du Collège de l'AMF, et associant Middlenext, a formulé une série de propositions destinées à adapter les procédures et les textes de l'AMF aux petites et moyennes capitalisations qui ont conduit l'AMF à :

> définir les valeurs moyennes et petites (VaMPs) comme les sociétés ayant une capitalisation boursière inférieure à 1 milliard d'euros, afin notamment de s'aligner sur les critères déjà définis par Nyse Euronext pour les compartiments B et C d'Euronext Paris ;

> recommander, pour les exercices ouverts à compter du 1er janvier 2007, l'utilisation des deux guides adaptés aux VaMPs établis par le groupe de travail, l'un pour l'élaboration de leur document de référence qui vient se substituer, pour ces valeurs, à celui que l'AMF avait publié en janvier 2006, et l'autre pour la préparation et la rédaction de leur rapport sur le contrôle interne, qui constitue une version simplifiée du cadre de référence publié par l'AMF en janvier 2007.

Concernant le contenu du document de référence, parmi les allégements proposés, on peut noter :

> la mention des seules informations ayant un caractère significatif à chaque fois que le règlement européen sur le prospectus le permet ;

> l'application facultative de recommandations ou interprétations retenues par l'AMF pour la rédaction de certaines rubriques ainsi que la simplification de certaines recommandations publiées par l'AMF ;

> l'utilisation de renvois aux informations figurant déjà dans le document de référence, pour éviter les redondances.

S'agissant du rapport sur le contrôle interne, il est proposé aux VaMPs :

> une version plus simple des principes généraux de contrôle interne ;

> de simplifier le guide d'application en le limitant aux deux questionnaires figurant en annexe, le premier relatif au contrôle interne comptable et financier, le second relatif à l'analyse et à la maîtrise des risques.

2 > Le lancement d'un compartiment « professionnel »

Les modifications du règlement général de l'AMF[29] introduisent dans le livre V la possibilité de mettre en place sur le marché réglementé un compartiment destiné aux admissions sans offre préalable au public. Ce cadre réglementaire permet à une entreprise de marché de créer, au sein de son marché réglementé, un compartiment sur lequel les titres d'une société sont admis par « cotation technique »[30] ou à la suite d'un placement privé réalisé auprès d'investisseurs qualifiés.

Toutes les dispositions législatives ou réglementaires applicables aux sociétés dont les instruments financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé, telles qu'issues des directives européennes, notamment Prospectus, Abus de marché, Transparence, ou d'ordre comptable, sont applicables. En revanche, les spécificités prévues par la réglementation française ne s'appliquent pas aux sociétés admises sur ce compartiment dit « professionnel ».

(29) Homologuées par l'arrêté du 7 décembre 2007 publié au Journal officiel du 19 décembre 2007.
(30) L'admission par « cotation technique » est une admission sans offre préalable au public.

Le nouveau dispositif s'articule autour de deux axes

1) Une simplification des conditions de réalisation de l'opération d'admission se traduisant notamment par la dispense :
> de production d'une lettre de fin de travaux des commissaires aux comptes ;
> d'attestation par le prestataire de services d'investissement ;
> de traduction du résumé du prospectus établi dans une langue usuelle en matière financière.

2) Un allègement des obligations d'information périodique et permanente parmi lesquelles la possibilité :
> de publier la totalité de l'information réglementée dans une langue usuelle en matière financière ;
> d'être dispensé de publier les honoraires des commissaires aux comptes ;
> d'être dispensé d'établir des comptes *pro forma* dans le cadre de l'information périodique.

Une section spécifique consacrée aux sociétés sollicitant l'admission de leurs titres sur ce compartiment est insérée dans l'instruction AMF n° 2005-11 du 13 décembre 2005 relative à l'information à diffuser en cas d'appel public à l'épargne. Les allègements pour les admissions sur ce compartiment portent sur le dossier à déposer auprès de l'AMF pour l'instruction du projet de prospectus et les modalités d'instruction de la demande de visa.

L'article 10-4 de cette instruction permet à une société, sous conditions, d'obtenir un visa dans un délai de cinq jours ouvrables.

3 > La publication et la diffusion de points de doctrine

L'AMF a pris, en novembre 2006, l'engagement de renforcer la diffusion de sa doctrine. Ainsi, au cours de l'année 2007, l'AMF a enrichi sa doctrine en matière d'opérations financières de nouvelles positions dont les principales sont résumées ci-dessous.

a) La mise en œuvre de la procédure de rachat de titres de créance ne donnant pas accès au capital et admis aux négociations sur un marché réglementé

Le rachat par une société de ses titres de créance ne donnant pas accès au capital[31] donne, en principe, lieu à une offre publique d'acquisition ; cette procédure étant à même de garantir la protection des investisseurs, l'égalité de traitement des porteurs de titres et la liquidité du marché.

Toutefois, l'AMF a estimé pouvoir assouplir, sous certaines conditions visant à assurer le respect de ces principes, les règles applicables en matière de rachat de ces titres, en étendant le champ d'application de la procédure de désintéressement[32] d'ores et déjà appliquée depuis 2004 aux rachats de titres de créance donnant accès au capital qui sont en dehors de la monnaie.

Le dispositif est désormais le suivant :

> jusqu'à 30 % d'une ligne obligataire, les rachats peuvent être effectués librement par les sociétés ;
> au-delà de ce seuil, la mise en œuvre de la procédure de désintéressement est possible lorsque les titres ont initialement été exclusivement placés auprès d'investisseurs qualifiés. Si les titres ont initialement été placés auprès du public, le lancement d'une offre publique d'acquisition est requise ; toutefois, l'AMF peut déroger à ce principe et autoriser la mise en œuvre de la procédure de désintéressement lorsque le placement dans le public est limité.

Les aspects techniques et pratiques de la procédure de désintéressement, qui doit obligatoirement s'étendre sur une période minimale de cinq jours de négociation, sont appréciés par l'AMF avant sa mise en œuvre. La communication financière relative à l'opération de rachat est soumise à l'AMF pour approbation.

(31) Position publiée dans la Revue mensuelle de l'AMF de juillet-août, n° 38.
(32) Cf. Rapport annuel de l'AMF de 2004, page 103.

b) Le résumé du prospectus

Introduit par la directive Prospectus, le résumé fait partie intégrante du prospectus soumis au visa de l'AMF. Le résumé expose « brièvement et dans un langage non technique » les principales caractéristiques de l'émetteur, des instruments financiers qui font l'objet de l'opération, ainsi que les principaux risques présentés par l'émetteur et les instruments financiers concernés.

Or, il a été constaté que, dans beaucoup de cas, le résumé était d'une lecture difficile car il ne constituait qu'une compilation d'éléments du prospectus.

L'AMF a en conséquence rappelé[33] que la rédaction du résumé doit être guidée par une démarche pédagogique vis-à-vis des investisseurs. Il est indispensable que le résumé soit présenté sous une forme synthétique, courte et aérée, sans n'être pour autant qu'un sommaire détaillé.

L'AMF recommande aux sociétés de respecter un certain nombre de principes dans l'élaboration du résumé. Ainsi, après avoir indiqué qu'il s'agit d'un résumé, inséré un avertissement mentionnant que celui-ci doit être lu comme une introduction au prospectus, en indiquant le numéro et la date du visa, et rappelé la nature de l'opération, les sociétés sont incitées à regrouper l'information sous quatre grandes rubriques :

1. les informations concernant l'émetteur ;
2. les informations concernant l'opération ;
3. la dilution et la répartition du capital ;
4. les modalités pratiques de souscription.

c) Le marché secondaire des titres des sociétés inscrites sur Alternext Paris en placement privé

Depuis la création du marché Alternext Paris, plusieurs sociétés ont procédé à l'inscription de leurs titres à la suite d'un placement réservé à des investisseurs qualifiés. Les sociétés peuvent en effet s'inscrire sur Alternext, soit par le biais d'une offre au public d'un montant minimum de 2,5 millions d'euros, soit après un placement privé d'un montant minimum de 5 millions d'euros auprès d'au moins cinq investisseurs distincts.

L'AMF a été interrogée sur le point de savoir si, une fois intervenue l'inscription initiale de ces sociétés, il était possible à n'importe quel investisseur de se porter acquéreur des titres. En réponse à cette question, elle a précisé[34] que l'inscription d'instruments financiers sur le marché dans le cadre d'un placement réservé à des investisseurs qualifiés ne prive pas les autres investisseurs du droit d'acquérir de tels instruments financiers.

Toutefois, avant de prendre en charge un ordre émanant d'un investisseur non qualifié et portant sur un instrument financier relevant de cette catégorie, le prestataire de services d'investissement doit s'assurer que l'investisseur est bien au fait des risques particuliers que comporte cet instrument financier.

Cette exigence se fonde sur les articles 314-43 et suivants du règlement général de l'AMF, qui font obligation au prestataire de services d'investissement de s'assurer que le degré d'expérience et de connaissance du client lui permet d'appréhender les risques spécifiques d'un tel instrument financier.

En tout état de cause, les actionnaires cédants et les prestataires de services d'investissement doivent s'abstenir de toute commercialisation active, notamment sous forme de publicité ou démarchage à destination des investisseurs particuliers. Ces derniers devront, au contraire, être avertis des particularités de ce marché par le prestataire.

(33) Recommandation de l'AMF sur le résumé du prospectus publiée le 4 octobre 2007 et disponible sur le site internet de l'AMF, dans la rubrique « Textes de référence > Accès par type de textes > Recommandations AMF ».
(34) Position publiée dans la Revue mensuelle de l'AMF d'octobre 2007, n° 40.

d) L'établissement des listes d'initiés par les émetteurs d'instruments financiers

L'article L. 621-18-4 du code monétaire et financier impose aux émetteurs, dont les instruments financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur un tel marché a été présentée, d'établir, de mettre à jour et de communiquer à l'AMF, à sa demande, une liste des personnes travaillant en leur sein et ayant accès aux informations privilégiées les concernant directement ou indirectement, ainsi que des tiers agissant en leur nom ou pour leur compte ayant accès à ces informations dans le cadre des relations professionnelles qu'ils entretiennent avec eux.

L'AMF a précisé[35] que les commissaires aux comptes intervenant dans le cadre de leur mission légale[36] ne sont pas assujettis à ce dispositif. Cette mission leur ayant été conférée par la loi dans l'intérêt public, les commissaires aux comptes ne sont pas en effet réputés agir dans ce cadre « pour le compte de l'émetteur ».

Les missions de nature contractuelle demeurent, en revanche, dans le champ d'application du régime des listes d'initiés. Ainsi, lorsque de telles missions sont confiées à un cabinet de commissariat aux comptes, l'émetteur doit mentionner, sur sa liste permanente, le nom de la personne morale au sein de laquelle le commissaire aux comptes, personne physique, exerce ses fonctions. Le cabinet de commissariat aux comptes doit, pour sa part, établir sa propre liste dans laquelle il mentionne, notamment, le nom des commissaires aux comptes, des collaborateurs en charge de ces missions ainsi que des experts extérieurs auxquels il a éventuellement fait appel pour l'exécution des travaux.

e) Les *Equity Lines* et PACEO

Les *Equity Lines* ou PACEO[37] (programmes d'augmentation de capital par exercice d'options) sont des augmentations de capital fractionnées en plusieurs tranches étalées dans le temps. Elles doivent faire systématiquement l'objet d'une autorisation spécifique de l'assemblée générale précisant les caractéristiques de l'émission en termes de taille, de prix et de durée, ainsi que le nom du réservataire. Ces augmentations sont réalisées par le biais d'une augmentation de capital par tranches successives ou par l'émission de bons de souscription ou d'émission d'actions. Réservées à l'origine à un intermédiaire financier, ces opérations ont pour objectif de transférer le risque vers le public, les actions souscrites par l'intermédiaire étant recédées par la suite, dans des délais généralement très brefs, pour partie auprès d'investisseurs institutionnels, et pour partie sur le marché.

À la suite de la transposition de la directive Prospectus et de l'introduction dans son règlement général de nouveaux cas de dispense d'établissement de prospectus, l'AMF a souhaité préciser les modalités de réalisation de ces opérations :

> si le nombre total d'actions susceptibles d'être admises sur une période de 12 mois représente moins de 10 % du capital, la société bénéficie alors d'une dispense de prospectus pour l'admission des actions nouvelles. Dans ce cas, la société est cependant tenue d'informer le public, par voie de communiqué, de la mise en œuvre du programme, de ses principales caractéristiques et de son incidence pour les actionnaires existants ;

> si le nombre d'actions susceptibles d'être admises sur 12 mois représente plus de 10 % du capital de la société, un prospectus doit être visé préalablement à la mise en œuvre du programme d'*Equity Line*.

(35) Position publiée dans la Revue mensuelle de l'AMF de novembre 2007, n° 41.
(36) Conformément aux articles L. 823-9 et suivants du code de commerce.
(37) Position publiée dans la Revue mensuelle de l'AMF de novembre 2007, n° 41.

Dans tous les cas, l'AMF rappelle que les conditions relatives à l'information du marché en amont de la mise en place du mécanisme et à l'abstention de toute intervention sur le marché du titre pendant les périodes de référence de la part de l'intermédiaire réservataire, de toute prévente des titres souscrits et de toute couverture directe ou indirecte préalablement à la souscription effective des titres, demeurent applicables[38].

f) L'obligation de publication de comptes en cas de radiation des titres à la suite de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire

L'AMF a été interrogée à plusieurs reprises sur l'obligation, pour une société dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé, de publier des comptes annuels ou semestriels au BALO en cas de radiation des titres consécutive à un retrait obligatoire[39].

En application de l'article 215-1 du règlement général de l'AMF, la perte du statut d'émetteur faisant appel public à l'épargne prend effet à compter de la date de publication d'un avis au BALO qui a pour objet d'informer le marché de la perte de ce statut. Cette publication au BALO est inutile en cas de mise en œuvre d'une offre publique donnant lieu à une décision de conformité de l'AMF.

Aussi, dans l'hypothèse de la mise en œuvre d'une OPR ou de toute offre publique suivie d'un retrait obligatoire, la perte du statut d'émetteur faisant appel public à l'épargne prend-elle effet à compter de la date à laquelle la décision de l'AMF sur le retrait obligatoire devient exécutoire, c'est-à-dire, au plus tôt, à l'expiration du délai de recours de dix jours calendaires prévu à l'article R. 621-44 du code monétaire et financier. Si la fin de la période de recours intervient avant la date limite de publication, l'obligation de publication des comptes tombe. *A contrario,* si elle intervient après, l'obligation de publication demeure.

g) Les conditions de réalisation des augmentations de capital par voie d'attribution gratuite de bons de souscription d'actions (BSA)

Plusieurs augmentations de capital par voie d'émission de BSA ont été réalisées en 2007[40]. Le recours aux BSA présente en effet plusieurs avantages :

> un délai de réalisation plus court que pour une augmentation de capital avec DPS, en raison de l'absence de contrainte de délai de publication au BALO et d'un délai de centralisation plus rapide ;
> le recyclage des BSA, qui permet une réalisation de l'émission à 100 %.

Or, les BSA présentent parfois des caractéristiques qui en font l'équivalent, voire le succédané de DPS[41]. C'est le cas lorsqu'ils sont attribués gratuitement à tous les actionnaires et sont assortis d'une durée d'exercice courte. L'AMF a en conséquence souhaité clarifier les conditions de réalisation des augmentations de capital par voie d'attribution gratuite de BSA et préciser sa position[42] relative aux garanties des émissions avec DPS ou BSA :

> le prix d'exercice du BSA est librement fixé soit en amont de l'opération, avec une décote comparable à celle d'une émission avec DPS (une décote anormalement élevée doit être justifiée), soit à l'issue de la période de placement et, en conséquence, à un niveau proche du cours de bourse ;
> le délai de négociation du BSA est au minimum identique à celui offert aux porteurs de DPS, c'est-à-dire de cinq jours de négociation ;
> l'augmentation de capital est réputée réalisée lorsque le montant des souscriptions représente au moins 75 % du montant de l'émission.

(38) Cf. Rapport annuel COB 2002, pages 97 et 98.
(39) Cette position, publiée dans la Revue mensuelle de décembre 2007, n° 42, s'applique également aux obligations de publication périodique définies dans le code monétaire et financier (art. L. 451-1-2) et issues de la directive Transparence.
(40) Le régime *ad hoc* de ce type d'opération avait été accepté par la COB en 2001.
(41) Si, en droit, l'augmentation de capital qui résulte de l'exercice des BSA est réalisée sans DPS, en application de l'article L. 228-91 du code de commerce, l'économie de l'opération, en ce qu'elle permet aux actionnaires de pouvoir souscrire à l'augmentation de capital issue de l'exercice des BSA dans les mêmes conditions que s'ils avaient un DPS, conduit à considérer que le régime juridique des augmentations de capital avec DPS s'applique.
(42) Position publiée dans la Revue mensuelle de l'AMF de décembre 2007, n° 42.

4 > L'amélioration du processus d'instruction des documents de référence

Dans le cadre de sa démarche « Meilleure régulation », l'AMF a entrepris, fin 2007, une réflexion sur sa politique de contrôle *a posteriori* des documents de référence.

Une société cotée peut établir chaque année un document de référence. Le document de référence lui permet, en cas d'opération financière, d'obtenir un visa dans un délai de cinq jours de bourse. Les documents de référence suivent deux procédures de dépôt et de contrôle distinctes. Lorsque la société n'a pas fait enregistrer trois documents d'affilée, elle dépose un projet de document de référence qui fait l'objet d'un contrôle *a priori* par l'AMF. À l'issue de ce contrôle, le document est enregistré et publié sur le site internet de l'AMF. Lorsque la société a fait enregistrer trois documents de référence consécutifs, elle bénéficie de la procédure de contrôle *a posteriori* : le document est déposé auprès de l'AMF, publié sous la responsabilité de la société et ne fait l'objet que d'un contrôle *a posteriori*.

Les objectifs poursuivis par cette réflexion visent à adapter les textes et les procédures à la diversité des situations afin de mieux différencier l'action de l'AMF selon les publics concernés et l'amélioration de la procédure de contrôle *a posteriori*.

2 – L'évolution de l'activité en 2007 (hors offres publiques d'acquisition)

A – Les opérations financières en 2007

Le nombre de visas délivrés[43] par l'AMF en 2007 est resté relativement stable par rapport à 2006, avec 446 visas délivrés contre 453 l'année précédente.

Le nombre de visas sur les opérations financières est en diminution de 11 % par rapport à l'année précédente, passant de 361 en 2006 à 321 en 2007. Cette baisse s'explique essentiellement par la chute des introductions en bourse et des visas délivrés pour l'admission de titres de créance. Elle est partiellement compensée par l'augmentation du nombre d'opérations d'émission par appel public à l'épargne, des prospectus établis par les sociétés étrangères dans le cadre d'opérations réservées aux salariés et des offres publiques d'acquisition.

1 > Le bilan des visas d'introduction et des radiations

a) Le bilan des introductions

Visas délivrés sur introductions

	2006	2007
Eurolist A	6	3
Eurolist B	16	5
Eurolist C	12	5
Eurolist Paris	**34**	**13**
Alternext Paris	**41**	**25***

Source : AMF

* Dont une société étrangère : Antevenio.

(43) Le nombre de visas ne comprend pas les visas annulés, au nombre de 42 en 2007. Il inclut les décisions de conformité sur les offres publiques qui emportent visa.

L'AMF a délivré 38 visas d'introductions en 2007, dont 13 visas sur Eurolist Paris et 25 visas[44] sur Alternext Paris. Le nombre d'introductions diminue ainsi pratiquement de moitié par rapport à l'année précédente.

Ces introductions ont permis de lever au total 3,2 milliards d'euros (2,9 milliards d'euros sur Eurolist Paris et 284 millions d'euros sur Alternext Paris).

Sur Eurolist Paris, les introductions en bourse de Rexel en avril 2007 et de Bureau Veritas en octobre 2007 ont représenté plus des deux tiers des capitaux levés. Huit sociétés ont, par ailleurs, fait l'objet d'une cotation directe, sans visa délivré par l'AMF. Il s'agit notamment de NYSE Euronext, Arcelor Mittal, Groupe Eurotunnel et Sinclair Pharma, cette dernière ayant été admise sur Eurolist Paris par le biais d'un passeport délivré par l'autorité compétente britannique, la Financial Services Authority.

S'agissant d'Alternext Paris, six sociétés ont représenté plus de la moitié des capitaux levés (Cellectis, Brossard, Eurogerm, Demos, Vergnet et Homair), soit un total de 153 millions d'euros. Il a également été constaté en 2007 une augmentation des inscriptions par voie du placement privé, hors champ de l'appel public à l'épargne. Quinze sociétés ont choisi ce mode d'inscription en 2007.

L'Autorité des marchés financiers a, par ailleurs, délivré 2 visas d'inscription sur le marché libre contre 23 en 2006.

b) Le bilan des radiations

Marché – compartiment de radiation

Radiations	2006 Sociétés	2007 Sociétés
Eurolist A	4	6*
Eurolist B	7	10
Eurolist C	17	18**
Eurolist Compartiment spécial	2	1
Eurolist Compartiment valeurs étrangères	19	10
Eurolist	**49**	**45**
Alternext	**1**	**2**

Source : AMF

* Dont deux sociétés étrangères : ArcelorMittal, Mittal Steel N.V.
** Dont une société étrangère : V Con.

Procédures de radiations

Radiations à la suite de	2006	2007
Offres publiques de retrait/OPRO	20	7
Retraits obligatoires	3	8
Procédures ordonnées de retrait	17	7
Fusions-absorptions	2	14
Liquidations judiciaires/Cessions d'actifs/Dissolution	6	7
Offres publiques hors OPRO	2	4
Total	**50**	**47**

Source : AMF

(44) Deux visas ont été délivrés pour des opérations qui n'ont pas donné lieu *in fine* à une offre au public : dans un premier cas, la société s'est inscrite par cotation directe ; dans l'autre, l'opération n'a pas eu lieu.

On constate un recul significatif des radiations réalisées à la suite d'une OPRO, lié à la réforme du régime des offres publiques (cf. *infra* page 117 du présent chapitre). À l'inverse, le nombre de radiations à l'issue d'une opération de fusion-absorption augmente très nettement.

De manière plus générale, le nombre de radiations en 2007 est en légère baisse. Cette baisse s'explique par une diminution des radiations de sociétés étrangères en 2007 : 13 sociétés étrangères ont été radiées de la cote, dont 10 sociétés du compartiment des valeurs étrangères auxquelles il convient de rajouter la radiation de V Con (Eurolist C) et celles de ArcelorMittal et Mittal Steel NV (Eurolist A).

Sur Alternext, deux sociétés ont été radiées, l'une à l'issue d'une garantie de cours (Newsweb), l'autre à la suite d'une fusion par absorption de la société (Overlap Groupe).

2 > Les autres opérations financières

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

	2006	2007	Variation en %
Émissions et admissions sur un marché réglementé	52	63	+ 21
Avec maintien du droit préférentiel de souscription	**37**	**35**	**- 5**
Actions	27	26	- 3
ABSA[45]	5	4	- 20
ABOASA[46]	0	0	0
OBSAR[47]	5	4	- 20
OSRA[48]	0	0	0
ORA[49]	0	1	ns
OCA[50]	0	0	0
Avec suppression du droit préférentiel de souscription	**15**	**28**	**+ 86**
actions	9	12	+ 33
ABSA	0	0	0
ABOASA	0	0	0
BSA[51]	0	0	0
CCI[52]	0	0	0
OCEANE[53]	4	7	+ 75
OCA	1	0	ns
OBSAR[54]	1	4	ns
ORA	0	2	ns
ORNANE[55]	0	1	ns
OSCEANE[56]	0	1	ns
ORANE[57]	0	1	ns

Source : AMF

(45) ABSA : action à bons de souscription d'actions.
(46) ABOASA : action assortie de bons à option d'acquisition d'actions existantes et/ou de souscription d'actions nouvelles.
(47) OBSAR : obligation à bons de souscription d'actions avec faculté de rachat des bons.
(48) OSRA : obligation subordonnée remboursable en actions.
(49) ORA : obligation remboursable en actions.
(50) OCA : obligation convertible en actions.
(51) BSA : bon de souscription d'actions.
(52) CCI : certificat coopératif d'investissement.
(53) OCEANE : obligation à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes.
(54) OBSAR : obligation à bon de souscription d'action remboursable.
(55) ORNANE : obligation à option de remboursement en numéraire et en actions nouvelles ou existantes.
(56) OSCEANE : obligation subordonnée à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes.
(57) ORANE : obligation remboursable en actions nouvelles ou existantes.

Le nombre d'émissions sur les marchés réglementés est passé de 52 en 2006 à 63 visas en 2007. Le nombre d'émissions réalisées avec maintien du droit préférentiel reste stable, alors que les émissions réalisées avec suppression du droit préférentiel augmentent significativement, sous l'effet, notamment, d'une reprise des émissions de titres de créance donnant accès au capital.

En particulier, le nombre d'émissions d'OCEANE est en hausse (7 opérations en 2007 contre 4 en 2006) et d'OBSAR (8 opérations en 2007 contre 4 en 2006).

Hors marchés réglementés, le nombre d'émissions par appel public à l'épargne a augmenté en 2007 par rapport à 2006 (26 visas contre 10), à l'inverse des cessions par appel public à l'épargne (2 visas contre 4 en 2006).

b) Les visas relatifs aux émissions, cessions, admissions de titres de créance

Le nombre de visas relatifs aux titres de créance est passé de 130 en 2006 à 83 en 2007, soit une baisse de 36 %.

3 > Les documents de référence

	2006	2007	Variation en %
Documents de référence	359	368	+ 2
> *en contrôle* a posteriori *déposés*	*273*	*268*	*- 2*
> *en contrôle* a priori *enregistrés*	*86*	*100**	*+ 16*
Actualisations et rectifications de documents de référence	97	103	+ 6
> *rectifications de documents de référence*	*12*	*8*	*- 33*
> *actualisations de documents de référence*	*85*	*95*	*+ 12*
Documents de base d'introduction	62	29	- 55

Source : AMF

* Ce nombre comprend 4 documents déposés en 2006 et enregistrés en 2007, ainsi que 96 documents déposés et enregistrés en 2007 ; le nombre total de documents de référence contrôlés *a priori* déposés en 2007 s'élevant à 106.

Les documents de référence déposés et contrôlés *a posteriori* sont largement majoritaires, soit 268 au 31 décembre 2007. Par ailleurs, en 2007, l'AMF a enregistré 100 documents de référence selon la procédure de contrôle *a priori*.
La légère hausse observée en 2007, sur les documents soumis à un contrôle *a priori*, montre que le document de référence constitue toujours, pour la majorité des sociétés, un outil de communication utile et présente, en cas d'opérations financières, un réel intérêt. De ce point de vue, la mise en œuvre de la procédure simplifiée de visa devrait constituer une incitation supplémentaire à établir un document de référence.

Pour l'élaboration de leur document de référence, les valeurs moyennes et petites disposent à présent d'un guide d'élaboration[58] qui se substitue au guide d'élaboration des documents de référence publié en janvier 2006 par l'AMF[59].

Enfin, l'AMF rappelle qu'une société peut être dispensée de la publication séparée du rapport financier annuel, du document d'information annuel, du montant des honoraires des commissaires aux comptes et du descriptif du programme de rachat d'actions propres sous réserve :
> d'inclure ces informations dans son document de référence ;
> que le document de référence soit publié dans les quatre mois suivant la clôture de l'exercice ;
> que la société diffuse par voie électronique un communiqué précisant les modalités de mise à disposition du document.

(58) Disponible sur le site internet de l'AMF, dans la rubrique « Publications > Guides > Guides professionnels ».
(59) Cf. *supra* page 102 du présent chapitre.

Dans tous les cas, la société qui établit un document de référence y inclut le rapport du président sur le contrôle interne et le gouvernement d'entreprise ainsi que le rapport des commissaires aux comptes sur le rapport précité.

4 > Les passeports européens

En application de la directive Prospectus, un prospectus visé par une autorité compétente d'un État membre en vue d'une opération par appel public à l'épargne est utilisable dans tous les autres États membres. Ce mécanisme de passeport requiert simplement que l'autorité compétente ayant approuvé le prospectus notifie à l'autorité compétente de l'État membre d'accueil dans lequel les titres vont être offerts au public ou l'admission des titres va être demandée, un certificat d'approbation lui assurant que le prospectus a été établi et approuvé conformément à la directive. Cette notification se fait entre régulateurs selon une procédure définie par le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CESR). Elle est accompagnée d'une traduction du prospectus dans une langue usuelle en matière financière et d'une traduction du résumé ou de l'intégralité du prospectus, au choix de l'émetteur, dans une langue acceptée par l'État membre d'accueil.

Passeports *in* notifiés à l'AMF par une autorité compétente étrangère

	2006	2007	Variation en %
Prospectus	119	133	+ 12 %
Suppléments	169	232	+ 37 %
> *dont suppléments sur prospectus 2006*		*106*	
> *dont suppléments sur prospectus 2005*		*4*	
Total	**288**	**365**	**+ 27 %**

Source : AMF

Passeports *out* notifiés à une autorité compétente étrangère par l'AMF

	2006	2007	Variation en %
Prospectus	35	40	+ 14 %
Suppléments	38	24	- 37 %
> *dont suppléments sur prospectus 2006*		*6*	
> *dont suppléments sur prospectus 2006*		*0*	
Total	**73**	**64**	**- 12 %**

Source : AMF

Le nombre de passeports reçus par l'AMF est en augmentation sur l'exercice 2007. Cette évolution traduit une tendance de fond qui voit les émetteurs de titres de créance, *warrants* et certificats faire viser leur prospectus dans un État membre de l'EEE puis utiliser la procédure de passeport pour offrir ces titres en France ou demander leur admission sur Euronext Paris[60].

(60) Les émetteurs de titres autres que de capital, de montant nominal égal ou supérieur à 1 000 euros, peuvent choisir l'autorité compétente pour l'approbation du prospectus parmi les autorités des États membres où les titres sont offerts ou leur admission est demandée.

5 > Le fichier des investisseurs qualifiés

Un émetteur peut réserver une opération d'émission ou de cession d'instruments financiers à des investisseurs qualifiés. Dans ce cas, il est dispensé d'établir un prospectus.

Peuvent souscrire à des opérations ainsi réservées les investisseurs qualifiés de droit[61] et les investisseurs qualifiés sur option, inscrits dans le fichier tenu par l'AMF.

Au 31 décembre 2007, le fichier des investisseurs qualifiés recensait 196 personnes, dont 32 personnes morales et 164 personnes physiques.

B – Les questions soulevées par les opérations financières en 2007

1 > L'utilisation du dispositif de gestion des rumeurs d'offres publiques

Le dispositif de gestion des rumeurs d'offres publiques a été institué par la loi du 31 mars 2006 relative aux offres publiques. Les modalités de mise en œuvre de ce dispositif sont précisées par les articles 223-32 et suivants du règlement général de l'AMF.

En 2006, l'AMF s'est appuyée à deux reprises sur ces dispositions pour demander qu'un communiqué soit publié pour préciser les intentions des sociétés ENI et Saipem, d'une part, et de la société Center-Tainment AG, d'autre part. En janvier 2007, à la suite de rumeurs concernant la société Suez, l'AMF avait de nouveau mis en œuvre le dispositif « antirumeurs » pour demander une communication de la part d'Artémis[62]. Depuis lors, le dispositif de gestion de rumeurs n'a pas été utilisé. En revanche, au cours de l'année 2007, l'AMF a régulièrement eu recours, lorsque la bonne information du marché le justifiait, aux dispositions du règlement général relatives à l'obligation d'information permanente. En effet, le dispositif de gestion des rumeurs ne se substitue pas aux règles générales d'information applicables en cas de préparation d'une opération financière qui figurent aux articles 223-6 et 223-7 du règlement général de l'AMF. C'est sur leur fondement que l'AMF rappelle régulièrement leurs obligations d'information aux émetteurs ou aux initiateurs d'opérations financières, à qui il appartient :

> soit de porter à la connaissance du marché, dès que possible, les caractéristiques d'une opération en préparation ;
> soit d'être en mesure de préserver la confidentialité d'une opération en préparation.

2 > La première introduction en bourse d'un club sportif

À la suite de la modification de l'article L. 122-8[63] du code du sport, l'Olympique lyonnais Groupe (OL Groupe) a été le premier club sportif à entrer en bourse en France. L'OL Groupe s'est introduit sur le compartiment B d'Eurolist le 8 février 2007. À cette occasion, trois catégories d'ordres ont été proposées :

> les ordres « A » réservés principalement aux investisseurs personnes physiques ;
> les ordres « L » réservés aux membres de l'« OL Club » ;
> et les ordres « S » réservés aux salariés du groupe.

À l'issue de la souscription, le prix par action a été fixé à 24 euros, dans le haut de la fourchette de 21 à 24,40 euros, ce qui a permis au club d'émettre 3,9 millions d'actions, pour un montant d'environ 94 millions d'euros.

Cette augmentation de capital va permettre à l'OL Groupe de développer ses activités extra-sportives et de diversifier ses ressources *via* la construction d'infrastructures matérielles pérennes : un stade de 60 000 places entouré d'un parc de loisir et d'un centre commercial. Le coût de l'investissement sera

(61) Se reporter à la liste de l'article D. 411-1 du code monétaire et financier.
(62) Cf. Rapport annuel 2006 de l'AMF, page 132.
(63) L'article L. 122-8 du code du sport modifié par la loi n° 2006-1770 du 30 décembre 2006 pour le développement de la participation et l'actionnariat salarié et portant diverses dispositions d'ordre économique et social.

compris entre 390 et 455 millions d'euros, financé par l'augmentation de capital réalisée dans le cadre de l'introduction en bourse, le recours à l'emprunt bancaire et l'utilisation des *cash flows* générés par l'activité du club.

L'OL Groupe affichait au 31 décembre 2007 une capitalisation boursière de 299 millions d'euros.

3 > L'émission d'ORNANE par la société *Business Objects*

La société *Business Objects*, cotée sur le compartiment A d'Eurolist, a procédé au début du mois de mai 2007 à l'émission d'un emprunt de 450 millions d'euros sous forme d'obligations à option de remboursement en numéraire et en actions nouvelles ou existantes (ORNANE), produit offert pour la première fois au public.

Schématiquement, les ORNANE sont des OCEANE[64] classiques avec, cependant, une spécificité quant au remboursement en cas d'exercice, par le porteur de l'obligation, du droit à l'attribution d'actions. La société rembourse sa dette, pour partie en numéraire, et pour partie en actions. En effet, en cas d'exercice du droit à l'attribution d'actions, le porteur de l'ORNANE reçoit une somme déterminée à partir d'une moyenne de cours sur dix jours de bourse. Ce montant, s'il est inférieur au nominal des obligations (42,15 euros), est payé intégralement en numéraire. Dans le cas contraire, le porteur reçoit, à hauteur du nominal, un règlement en numéraire et, pour la partie résiduelle, des actions.

Dans le cadre de l'examen du prospectus d'émission, l'AMF a analysé la nature de cet instrument afin de déterminer s'il constituait un instrument financier donnant accès au capital de l'émetteur, au sens des dispositions des articles L. 228-91 et suivants du code de commerce relatives aux valeurs mobilières donnant accès au capital. L'ordonnance de 2004 sur les valeurs mobilières, en supprimant les produits complexes spécifiques dotés de régimes particuliers au profit d'une seule catégorie dénommée « valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titre de capital ou de titres de créance », a unifié le régime d'émission des valeurs mobilières complexes tout en accordant une grande liberté dans la définition des mécanismes de conversion et d'attribution. L'insertion par la société d'une clause de règlement en espèces dans le contrat d'émission des obligations n'a donc pas soulevé de difficulté particulière. En outre, l'ORNANE donne le droit, en cas d'exercice de la clause susmentionnée, à un titre de capital, car, en pratique, le porteur n'exercera son droit que si le cours de l'action est supérieur au nominal de l'obligation.

4 > L'émission d'OCEANE assortie d'un délai de priorité par la société Michelin

Le 12 mars 2007, l'AMF a visé un prospectus établi par la société Michelin dans le cadre d'une émission d'OCEANE d'un montant de 610 millions d'euros, susceptible d'être porté à 700 millions en cas d'exercice de la clause de surallocation. La société Michelin souhaitait bénéficier de conditions de marché favorables pour diversifier ses sources de financement et renforcer ses capitaux propres. Cette opération se distinguait des émissions d'OCEANE habituelles en ce qu'elle était assortie d'un délai de priorité de trois jours, permettant aux actionnaires de Michelin de souscrire à l'émission.

La réforme de la procédure d'émission des titres de créance en 2002[65] a introduit deux modalités de placement avec un visa unique délivré sur le prospectus. Le visa peut être délivré soit avant l'ouverture du livre d'ordres réservés aux institutionnels et aux particuliers sur la base de conditions libellées sous la forme de fourchettes, soit à la clôture du livre d'ordres réservés aux institutionnels sur la base des conditions définitives du placement et avant l'élargissement de l'opération de placement au public. La seconde procédure est majoritairement utilisée car elle permet une plus grande flexibilité au moment du lancement de l'opération.

(64) OCEANE : obligation à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes.
(65) Cf. Bulletin mensuel de la COB de mai 2002, n° 368.

Dans le cas de Michelin, c'est, à l'inverse, la première procédure qui a été retenue. En raison de cette spécificité, la société et ses intermédiaires ont proposé une structuration inédite de l'opération :

J Visa.

J+1 Placement institutionnel et ouverture du placement auprès du public et des actionnaires sur la base de fourchettes (une fourchette de taux de rendement actuariel déterminée par rapport à un taux de référence fixé à J+3 ; une fourchette de prime d'émission par rapport à un cours de référence fixé à J+4, après la période de souscription).

J+3 Clôture de la souscription prioritaire des actionnaires et de l'offre au public et fixation du taux de référence.

J+4 Détermination des conditions définitives et allocation des institutionnels.

Selon ce schéma, les actionnaires et le public devaient souscrire sur la base de fourchettes dépendant de paramètres connus uniquement à la clôture de la période de souscription. L'AMF a cependant considéré que les fourchettes présentées étaient acceptables au regard des pratiques de marché et conformes à la réglementation en matière d'information sur le prix d'une émission, et que, de ce fait, la période de révocation de deux jours ne s'appliquait pas.

5 > L'augmentation de capital avec DPS de la société Nicox : fixation du prix la veille de l'ouverture de la souscription

En janvier 2007, la société Nicox a réalisé une augmentation de capital de 130 millions d'euros dans le cadre des dispositions de l'article R. 225-120 du code de commerce, en utilisant une faculté, introduite en 2005 par le législateur mais qui n'avait encore jamais été mise en œuvre, selon laquelle les sociétés faisant appel public à l'épargne sont autorisées à retarder la publication du prix d'émission, au plus tard jusqu'à la veille de l'ouverture de la souscription.

Dans ce cas, la notice BALO, publiée 14 jours avant la date prévue de clôture de la souscription de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription, doit indiquer les conditions de fixation du prix et les modalités de diffusion du communiqué qui en informera le public, en supplément des informations requises sur la nature juridique de l'émetteur, le montant de l'augmentation de capital, l'existence d'un droit préférentiel de souscription et ses modalités d'exercice.

Dans le cadre de cette opération, l'AMF a approuvé le prospectus de la société le 18 janvier 2007. Ce prospectus comprenait la mention du montant total de l'augmentation de capital envisagée, prime d'émission incluse, des modalités de fixation du prix (y compris l'indication du prix maximum) ainsi que de l'existence du droit préférentiel de souscription et l'information sur ses modalités d'exercice, notamment la période de souscription et les intermédiaires habilités à recevoir les ordres.

La notice BALO a été publiée le 22 janvier 2007 et reproduisait ces informations. Les conditions définitives de l'émission, c'est-à-dire le prix et, en conséquence, le nombre de titres définitif ainsi que la parité, ont été rendues publiques, par le biais d'un communiqué, la veille de l'ouverture de la souscription, soit le 29 janvier 2007, date de signature du contrat de garantie.

C – Le suivi de l'information périodique et permanente

1 > La diffusion de l'information réglementée

Depuis le 20 janvier 2007, toute société ayant fait appel public à l'épargne s'assure de la diffusion effective et intégrale de l'information réglementée. Au moment de sa diffusion, l'information réglementée est déposée auprès de l'AMF et mise en ligne sur le site internet de la société[66].

(66) 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.

Pour une société dont les titres sont inscrits sur Alternext ou sur le Marché libre, la mise en ligne de l'information réglementée sur son site internet vaut diffusion effective et intégrale.

S'agissant des sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, la diffusion effective et intégrale de l'information s'entend comme une diffusion par voie électronique, permettant d'atteindre un large public au sein de l'EEE et réalisée selon des modalités garantissant la sécurité de la diffusion et de l'information. Les sociétés peuvent diffuser elles-mêmes l'information ou utiliser les services d'un diffuseur professionnel mentionné sur une liste publiée par l'AMF.

Les sociétés utilisant les services d'un diffuseur professionnel bénéficient d'une présomption de diffusion effective et intégrale de l'information réglementée. Le diffuseur professionnel procède par ailleurs au dépôt de l'information réglementée auprès de l'AMF pour le compte des sociétés. Afin de figurer sur la liste de l'AMF, le diffuseur, sur la base des conclusions d'un audit de son organisation et de ses systèmes d'information, atteste à l'AMF qu'il remplit les critères de diffusion définis par le règlement général. Cette attestation est renouvelée chaque année.

2 > Le suivi de l'information périodique

a) La publication des comptes des sociétés au Bulletin des annonces légales et obligatoires (BALO)

L'AMF contrôle le respect de l'obligation de publication de leurs comptes au Bulletin des annonces légales et obligatoires (BALO) par les sociétés cotées sur un marché réglementé. Pour la quatrième année consécutive, elle a mis en œuvre la procédure d'injonction judiciaire, en application de l'article L. 621-14 du code monétaire et financier, à l'encontre des sociétés qui n'ont pas rempli leurs obligations de publication. Sur le fondement de cet article, le président du tribunal de grande instance de Paris a été saisi deux fois au cours de l'année 2007 afin d'obtenir la publication sous astreinte d'éléments comptables manquants.

En avril 2007, neuf lettres de mise en demeure ont été adressées aux émetteurs en retard de publication pour des échéances 2006, à la suite desquelles trois sociétés ont régularisé leur situation. Six sociétés ont donc comparu en audience. Quatre sociétés ont ensuite publié ces éléments comptables dans des délais compris entre huit jours et trois mois selon les cas, les deux dernières ont fait l'objet d'une ordonnance d'injonction assortie d'une astreinte.

En juin 2007, trente sociétés ont reçu des lettres de mise en demeure pour des retards de publication pour des échéances 2005 (une société) et 2007, à la suite desquelles vingt et une sociétés ont régularisé leur situation et deux sociétés ont été retirées de la procédure d'injonction à la suite de leur mise en liquidation. Après l'audience, les sept sociétés restantes ont publié les informations absentes dans des délais compris entre deux jours et quatre mois, selon les cas.

b) La publication des rapports sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne

Le président du conseil d'administration ou du conseil de surveillance, selon le cas, de toute société anonyme faisant appel public à l'épargne, rend compte à l'assemblée générale annuelle des actionnaires des conditions de préparation et d'organisation des travaux du conseil ainsi que des procédures de contrôle interne mises en place par la société. Le rapport présenté à l'assemblée générale indique, en outre, les éventuelles limitations que le conseil d'administration apporte aux pouvoirs du directeur général[67].

(67) Avant-dernier alinéa des articles L. 225-37 et L. 225-68 du code de commerce.

Les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé[68] présentent en outre dans le même rapport « les principes et les règles arrêtés, selon le cas, par le conseil d'administration ou le conseil de surveillance pour déterminer les rémunérations et avantages de toute nature accordés aux mandataires sociaux ».

Par ailleurs, les commissaires aux comptes présentent, dans un rapport[69], leurs observations sur le rapport du président, pour les procédures de contrôle interne relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière.

Ces rapports entrent dans la définition de l'information réglementée, au sens du règlement général de l'AMF, et doivent en conséquence faire l'objet d'une diffusion effective et intégrale par voie électronique[70] et être déposés auprès de l'AMF.

Début novembre 2007, l'AMF a relancé, par courrier, des sociétés françaises cotées sur Eurolist ou inscrites sur Alternext dans le cadre d'une offre au public, qui n'avaient pas déposé leur rapport auprès de l'AMF. Le 1er février 2008, après un nouveau recensement des sociétés en défaut, un deuxième courrier a été envoyé à une trentaine de sociétés, leur précisant qu'en l'absence de régularisation immédiate, elles figureraient sur une liste publiée par l'AMF sur son site internet.

c) La publication des opérations réalisées par les dirigeants et les personnes liées

L'article L. 621-18-2 du code monétaire et financier fait obligation aux dirigeants de déclarer les opérations qu'ils réalisent sur les titres de la société au sein de laquelle ils exercent leurs fonctions. Cette obligation pèse, d'une part, sur les dirigeants et toute autre personne qui dispose, au sein de l'émetteur, du pouvoir de prendre des décisions de gestion concernant son évolution et sa stratégie et ont accès à des informations privilégiées et, d'autre part, sur les personnes qui leur sont étroitement liées. Ces personnes[71] sont :

> le conjoint marié du dirigeant, non séparé de corps, ou le partenaire lié par un pacte civil de solidarité ;
> les enfants sur lesquels le dirigeant exerce l'autorité parentale ou résidant chez lui, habituellement ou en alternance, ou dont il a la charge effective et permanente ;
> tout autre parent ou allié résidant au domicile du dirigeant depuis au moins un an à la date de la transaction concernée ;
> toute personne morale ou entité, autre que la société ; et
  – dont la direction, l'administration ou la gestion est assurée par le dirigeant ou par une personne qui lui est étroitement liée et agissant dans l'intérêt de l'une de ces personnes, ou
  – qui est contrôlée, directement ou indirectement, par le dirigeant ou par une personne ayant des liens étroits avec le dirigeant, ou
  – qui est constituée au bénéfice du dirigeant ou d'une personne qui lui est étroitement liée, ou
  – pour laquelle le dirigeant ou une personne qui lui est étroitement liée bénéficie au moins de la majorité des avantages économiques.

Les modalités de déclaration des transactions sont précisées par le règlement général de l'AMF[72]. Les déclarations sont communiquées à l'émetteur et par voie électronique, dans un délai de cinq jours de négociation suivant la réalisation de la transaction, à l'AMF, qui en assure la publication. Les déclarations reçues sont publiées sous la responsabilité du déclarant, sans contrôle *a priori* de l'AMF.

(68) Dernier alinéa des articles L. 225-37 et L. 225-68 du code de commerce, introduits par la loi du 30 décembre 2006.
(69) Article L. 225-235 du code de commerce.
(70) Le rapport doit être publié, pour les sociétés anonymes faisant APE, au plus tard le jour du dépôt au greffe du tribunal de commerce du rapport du conseil présenté à l'assemblée générale et, pour les autres personnes morales et étrangères faisant APE, dans les mêmes conditions que les sociétés anonymes si elles sont tenues de déposer leurs comptes au greffe et dès l'approbation des comptes de l'exercice précédent dans le cas contraire.
(71) Article R. 621-43-1 du code monétaire et financier.
(72) Articles 223-22 à 223-26 du règlement général de l'AMF.

2007 a été la première année pleine d'application de cette obligation. L'AMF a ainsi mis en ligne sur son site internet 8 051 déclarations (contre 4 834 en 2006, sur neuf mois).

d) La publication des déclarations de franchissement de seuil

En application des dispositions de l'article L. 233-7 du code de commerce, l'AMF rend publiques les déclarations de franchissement de seuil qui lui sont transmises selon les modalités définies par son règlement général.

Les personnes tenues de déclarer[73] le franchissement des seuils de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 33,33 %, 50 %, 66,66 %, 90 % ou 95 % du capital ou des droits de vote d'une société cotée informent l'AMF et l'émetteur, au plus tard dans un délai de cinq jours de négociation à compter dudit franchissement. Le contenu des déclarations est défini par l'article 223-14 du règlement général de l'AMF.

L'AMF publie les déclarations de franchissement de seuil dans un délai de trois jours de négociation à compter de leur réception. Ces informations sont mises en ligne sur le site internet de l'AMF et diffusées par voie électronique, selon les mêmes modalités que celles de l'information réglementée.

Au cours de l'année 2007, l'AMF a mis en ligne sur son site internet 1 312 déclarations de franchissement de seuil contre 1 031 en 2006.

3 – La régulation des offres publiques d'acquisition

A – Les offres publiques en 2007

L'année 2007 a connu une légère augmentation du nombre d'offres publiques par rapport à 2006 : au total, 67 décisions de conformité ont été prises par l'AMF contre 59 en 2006. Après un premier semestre très actif, un net infléchissement du nombre d'offres déposées a été constaté à compter du mois d'août 2007.

Offres publiques ouvertes	2004	2005	2006	2007*
Offres relevant de la procédure normale	5	14	6	13
Offres relevant de la procédure simplifiée	17	23	23	32
Offres publiques de retrait	4	3	3	3
Offres publiques de retrait suivies d'un retrait obligatoire	35	29	19	7
Offres publiques de rachat	5	8	2	2
Garanties de cours	6	9	6	9
Retraits obligatoires avec conformité**	-	-	0	1
Retraits obligatoires sans conformité**	-	-	4	10***
Total (hors retraits obligatoires sans conformité)	**72**	**86**	**59**	**67**

Source : AMF

* Pour l'année 2007, il n'est pas tenu compte des deux offres déclarées non conformes (Eiffage, Gecina).
** Dispositif introduit par la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition.
*** Dont un retrait obligatoire visant une société ayant son siège hors de France, autorisé par l'autorité de marché luxembourgeoise.

2007 est la première année pleine d'application du nouveau régime des offres publiques[74]. Or, l'introduction par ces nouveaux textes de la faculté pour l'initiateur d'une offre publique de

(73) Il s'agit des personnes mentionnées au I de l'article L. 233-7 du code commerce.
(74) Résultant de la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition et des dispositions du règlement général de l'AMF, homologuées par l'arrêté du 18 septembre 2006 du ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie.

procéder, dès l'issue de son offre et sous certaines conditions, à un retrait obligatoire des titres visés[75] a fait disparaître les offres publiques de retrait suivies d'un retrait obligatoire (OPR-RO) réalisées « en séquence » après une première offre. Aussi, les 11 retraits obligatoires intervenus en 2007 au titre des nouvelles dispositions légales et réglementaires précitées auraient-ils donné lieu à autant d'OPR-RO en séquence sous l'emprise de l'ancienne réglementation, ce qui aurait porté à 77 le total des offres publiques en 2007 (63 en 2006) : la comparaison avec les années 2004 et 2005 doit être faite moyennant ce retraitement.

Les changements de contrôle ou prises de contrôle par voie d'offre publique, réalisés selon les procédures normale ou simplifiée, ou par garantie de cours, sont au nombre de 47, alors qu'ils n'étaient que de 30 en 2006.

Sept offres publiques obligatoires ont visé des « coquilles » ou des sociétés vidées de leurs actifs en vue d'une transformation en société foncière éligible au statut des sociétés d'investissements immobiliers cotées (SIIC).

Enfin, deux offres publiques ont donné lieu en 2007 à une décision de non-conformité : l'offre publique d'échange de Sacyr Vallehermoso sur Eiffage[76] et l'offre publique de rachat d'actions de Gecina[77]. Ces deux décisions[78] font actuellement l'objet d'un recours en annulation devant la cour d'appel de Paris.

B – L'expertise indépendante

1 > Recommandations et assouplissement de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF

2007 est la première année pleine d'application du nouveau régime de l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques d'acquisition, entré en vigueur le 29 septembre 2006. Sur les 67 opérations ayant donné lieu à une décision de conformité en 2007 (66 offres publiques ouvertes pendant l'année 2007 et un retrait obligatoire soumis à conformité), 65 ont fait l'objet d'une attestation d'équité délivrée par un expert indépendant au sens du règlement général[79]. Parmi ces attestations, 27 ont, notamment, pour fondement réglementaire[80] la perspective d'un retrait obligatoire[81].

Fondement réglementaire des expertises indépendantes délivrées	2007
Existence de conflit(s) d'intérêts (article 261-1 I)	38
Existence de conflit(s) d'intérêts (article 261-1 I) et retrait obligatoire (article 261-1 II)	18
Retrait obligatoire (article 261-1 II)	9
Total	**65**

Source : AMF

Sur la base de l'expérience acquise, l'AMF a souhaité exprimer des recommandations s'agissant, notamment, des cas d'intervention d'un expert indépendant (article 261-1 du règlement général) et de points spécifiques de l'instruction AMF n° 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

(75) Articles L. 433-4 III du code monétaire et financier, articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF.
(76) Décision n° 207C1202 du 26 juin 2007.
(77) Décision n° 207C2792 du 13 décembre 2007.
(78) Cf. *infra* pages 129 et 130 du présent chapitre.
(79) Seules deux offres publiques n'ont pas donné lieu à une attestation d'équité : l'OPE visant Eurotunnel (le « rapport d'analyse financière » figurant dans la note en réponse ne relevait pas de l'expertise indépendante au sens du règlement général) et l'OPA visant GFI Informatique.
(80) Article 261-1 II du règlement général de l'AMF.
(81) Ces attestations sont les seules qui auraient été requises sous l'ancien régime de l'expertise indépendante, en vigueur jusqu'en septembre 2006.

a) Les fondements de la nomination d'un expert

Le fondement réglementaire de l'intervention de l'expert doit faire l'objet d'un exposé clair en préambule du rapport. En effet, les cas de conflits d'intérêts peuvent revêtir des aspects très divers et la pratique a montré de façon nette les différences pouvant exister selon qu'une expertise est menée au titre de l'existence d'un conflit d'intérêts (art. 261-1-I du règlement général de l'AMF) ou d'un éventuel retrait obligatoire à venir (art. 261-1-II). Par ailleurs, un rapport d'expertise ne saurait appréhender à l'identique un projet d'offre publique selon qu'il est établi du fait, par exemple, de l'existence d'une opération connexe susceptible d'avoir un impact sur le prix d'offre (4° de l'article 261-1 I) ou du fait que l'offre vise des titres de catégories différentes (5°). Le fondement de l'intervention conditionnant le contenu du rapport, l'AMF recommande qu'un soin particulier soit apporté, tant par l'expert que par l'organe qui le mandate, à l'exposé des motifs réglementaires de la nomination de l'expert :

> l'organe de direction de la société faisant l'objet d'une offre publique, qui mandate un expert indépendant dans le cadre des dispositions de l'article 261-1 du règlement général, doit spécifier précisément dans la lettre de mission le fondement réglementaire de l'intervention dudit expert, en se référant explicitement, s'il y a lieu, aux alinéas concernés de l'article en question ;

> l'expert nommé doit veiller systématiquement à exposer clairement, en introduction de son rapport, le fondement réglementaire de son attestation (retrait obligatoire et/ou conflit d'intérêts, alinéa concerné de l'article 261-1 I dans ce dernier cas) et à expliquer de façon circonstanciée, lorsqu'il y a lieu, la nature du conflit d'intérêts fondant son intervention.

b) La désignation d'un expert dans les offres visant une société contrôlée par l'initiateur

Dès l'automne 2006, l'AMF a considéré[82] que toute offre visant une société contrôlée doit s'accompagner d'une expertise indépendante : que le contrôle visé par cet alinéa préexiste historiquement ou vienne d'être acquis, l'intervention d'un expert est donc requise, avec pour corollaire la disjonction des notes d'information entre initiateur et cible.

Toutefois, compte tenu de la spécificité de la garantie de cours (dont le prix ne peut être qu'égal au prix d'acquisition du bloc conférant la majorité du capital ou des droits de vote, en l'absence de tout élément connexe), l'AMF considère que la société visée par un projet de garantie de cours peut ne pas mandater d'expert indépendant, à condition que l'initiateur se soit engagé à ne pas procéder à un retrait obligatoire des titres visés à l'issue de la garantie de cours, dans les conditions visées aux articles 237-14 et suivants du règlement général. Inversement, dès lors que l'initiateur de la garantie de cours se réserve cette faculté et souhaite se prévaloir des dispositions de l'article 237-16 I 2° du règlement général à l'issue de l'offre, l'intervention d'un expert indépendant demeure requise.

c) L'existence d'accords conclus avec l'initiateur et d'opérations connexes

Le contenu des rapports d'expertise établis au titre de l'existence de conflits d'intérêts a parfois tendance à se limiter à la seule valorisation de la société cible. Or, dès lors que toute perspective de retrait obligatoire est absente d'un projet d'offre publique, la valorisation de la société cible, si elle constitue une étape incontournable du travail de l'expert, ne doit pas pour autant en constituer l'unique champ d'investigation.

(82) Selon l'article 261-1-I 1° de son règlement général : « La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration, de son conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé mentionné à l'article 231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre. Il en est ainsi notamment dans les cas suivants : 1° Lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre (...) ».

Lorsque existent, par exemple, des accords entre l'initiateur et les dirigeants de la société cible[83], ou des opérations dites « connexes »[84], il est nécessaire que ces éléments soient étudiés finement par l'expert et fassent l'objet dans son rapport de commentaires circonstanciés démontrant en quoi de tels éléments ne sont pas de nature à nuire à l'égalité de traitement des actionnaires. En l'espèce, il ne suffit pas de faire état de lettres d'affirmation obtenues des dirigeants ou de l'initiateur et il incombe aux experts de se livrer à une véritable analyse critique des accords et des opérations connexes dont l'existence a motivé leur nomination par l'organe compétent de la cible au titre des conflits d'intérêts.

Ils doivent y consacrer le même soin qu'aux travaux d'évaluation, et leur conclusion sur l'équité des conditions de l'offre doit notamment s'appuyer sur cette analyse.

d) Les offres portant sur des instruments financiers de catégories différentes

L'AMF considère que, dès lors qu'une offre vise plusieurs catégories d'instruments financiers[85], la société visée mandate un expert indépendant, sauf à démontrer que les conditions de prix auxquelles le projet d'offre est libellé ne sont pas susceptibles de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires ou les porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre.

Mandaté sur ce fondement, l'expert doit vérifier notamment que le mode de détermination du prix de l'une des catégories de titres ne repose pas sur des hypothèses incohérentes avec celles retenues pour une autre catégorie visée (par exemple, les hypothèses utilisées pour le sous-jacent action dans la valorisation de titres donnant accès au capital) et se prononce explicitement sur la cohérence des hypothèses et paramètres utilisés dans la valorisation de chaque instrument visé par l'offre.

e) La déclaration d'indépendance et la sous-traitance des travaux de l'expert

Il est recommandé aux experts d'étayer davantage leur déclaration d'indépendance s'agissant de l'historique de leurs rapports avec l'établissement présentateur de l'offre. À cet égard, le 2e alinéa de l'article 261-4 I du règlement général de l'AMF dispose que « l'expert indépendant ne doit pas intervenir de manière répétée avec le ou les mêmes établissements présentateurs ou au sein du même groupe lorsque la fréquence de ces interventions est susceptible d'affecter son indépendance ». L'expert est donc invité à décrire systématiquement l'ensemble des missions réalisées sur les derniers 24 mois écoulés avec le ou les établissements présentateurs de l'offre publique pour laquelle il est mandaté, en expliquant en quoi des interventions conjointes passées, le cas échéant, ne sauraient affecter l'indépendance de son jugement au cas d'espèce de l'offre concernée.

L'AMF constate, enfin, que certains experts sous-traitent une partie de leurs travaux à des personnes étrangères à la structure dans laquelle ils exercent leur activité. Cette pratique doit faire l'objet d'une totale transparence, s'agissant notamment de la description du personnel associé à la réalisation de l'étude (art. 2 6° de l'instruction) et de la déclaration d'indépendance attachée au rapport final (l'entité sous-traitante devant elle aussi attester de son indépendance vis-à-vis des personnes concernées par l'offre ou l'opération et leurs conseils, à l'instar de l'expert signataire).

2 > La reconnaissance d'associations professionnelles d'experts indépendants

L'AMF peut reconnaître une association d'experts indépendants qui en fait la demande[86]. L'association qui souhaite obtenir la reconnaissance de l'AMF doit disposer des moyens humains et matériels nécessaires à l'exercice de ses missions. Elle doit également élaborer un code de déontologie qui définit :

(83) Cas visé au 2° de l'article 261-1-I du règlement général de l'AMF : « Lorsque les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance (...) ».
(84) 4° de l'article 261-1 I du réglement général de l'AMF : « Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée (...) ».
(85) Article 261-1 du règlement général de l'AMF : « 5° Lorsque l'offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes et est libellée à des conditions de prix susceptibles de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires ou les porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre (...) ».
(86) L'article 263-1 du règlement général de l'AMF dispose que : « Une association professionnelle d'experts indépendants peut être reconnue, à sa demande, par l'AMF. »

> les principes d'indépendance que ses membres doivent respecter ;
> la compétence et les moyens dont ils doivent disposer ;
> les règles de confidentialité auxquelles ils sont soumis ;
> les procédures encadrant la réalisation des missions d'expertise et le contrôle qualité des travaux des experts membres de l'association.

Au 31 décembre 2007, une association professionnelle avait été reconnue par l'AMF : l'Association nationale des experts financiers indépendants (ANDEFI).

C – La doctrine

1 > L'offre publique mixte simplifiée d'Allianz sur AGF (février-avril 2007)

Perspective d'une fusion transfrontière en cas d'impossibilité de mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de l'offre

Le 18 janvier 2007, la société Allianz, actionnaire de contrôle des AGF depuis 1998, annonçait son intention de procéder à une offre de fermeture sur sa filiale détenue à 57,48 % du capital et des droits de vote, en application de l'article 233-1 1° du règlement général de l'AMF. L'offre, déposée le 22 février, a pris la forme d'une offre publique mixte simplifiée dans laquelle Allianz offrait aux minoritaires, pour chaque action AGF présentée, une somme de 87,5 euros et 0,25 action Allianz à émettre.

Allianz avait comme objectif premier, à l'issue de l'offre, la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sur les actions AGF. Toutefois, à défaut de pouvoir réaliser ce retrait, elle n'excluait pas de procéder à une fusion avec AGF, comme l'indiquait son communiqué du 18 janvier 2007, lequel précisait qu'en cas de fusion « la parité d'échange (...) pourrait être moins favorable pour les actionnaires d'AGF que les termes de l'offre publique, dans la mesure où la parité de fusion sera déterminée sur la base de la valeur intrinsèque de chacune des deux sociétés – en application de la méthode allemande "IDW S1[87]" ».

Compte tenu de la procédure prévue par le droit des sociétés, tant en France qu'en Allemagne, les termes d'une telle fusion auraient nécessairement été soumis à l'approbation des assemblées générales des actionnaires des deux sociétés, sur la base, notamment, du rapport d'un commissaire à la fusion qui aurait apprécié la parité d'échange envisagée, en tenant compte à la fois des pratiques de valorisation requises en France (approche multicritère) et en Allemagne (norme IDW S1) en cas de fusion.

La parité d'échange retenue pour la fusion aurait vraisemblablement été choisie à l'intérieur de la zone de recoupement des fourchettes issues de ces deux approches de valorisation, dont l'initiateur fournissait les bornes dans son projet de note d'information, sur la base des données provisoires de l'époque.

L'annonce de cette fusion a provoqué de nombreuses manifestations d'inquiétude de la part d'actionnaires minoritaires, certains s'estimant contraints d'apporter leurs actions à l'offre, compte tenu de la perspective d'une fusion à des conditions moins avantageuses.

Or, aucune décision n'avait été prise par Allianz au stade de l'offre s'agissant de cette fusion (celle-ci dépendant, notamment, des résultats de l'offre mixte) et il n'y avait pas lieu pour l'AMF, dans le cadre de l'examen du projet d'offre, d'apprécier *a priori* les termes d'une éventuelle fusion, pour laquelle, au demeurant, les conditions financières n'avaient pas été fixées.

Toutefois, l'AMF a rappelé, dans sa décision sur la conformité de l'offre, qu'une telle fusion, si son principe venait à être décidé ultérieurement, devrait amener Allianz à saisir l'AMF sur la base du 2e alinéa de l'article 236-6 de son règlement général, afin d'apprécier l'éventuelle nécessité de mettre en œuvre une offre publique de retrait préalablement à cette fusion, au regard des droits et des

(87) La méthode d'évaluation dite « IDW S1 », fondée sur les principes d'évaluation des entreprises de l'Institut des auditeurs publics allemands, détermine la parité d'échange sur la base des valeurs intrinsèques des deux sociétés, établies selon une méthode standardisée d'actualisation des flux de dividendes.

intérêts des détenteurs d'actions AGF. Le cas échéant, l'AMF aurait pu tenir compte alors d'un éventuel décalage entre la parité d'échange implicite de l'offre mixte et celle retenue pour l'opération de fusion.

Finalement, à l'issue de l'offre qui s'est déroulée du 23 mars au 20 avril 2007 inclus, les actions AGF non présentées à l'offre par les actionnaires minoritaires n'ont représenté que 4,61 % du capital et des droits de vote de la société (compte tenu de l'autodétention d'AGF), ce qui a permis à Allianz de procéder au retrait obligatoire des actions AGF le 10 juillet 2007.

Il est à noter qu'Allianz ne pouvait procéder au retrait obligatoire dans les mêmes termes que l'offre mixte initiale, l'article L. 433-4 III du code monétaire et financier imposant qu'un règlement en numéraire soit proposé au moins à titre d'option. Libellé exclusivement en numéraire au prix de 125 euros par action, ce retrait obligatoire a donc fait l'objet d'un examen de conformité en application de l'article 237-16 du règlement général de l'AMF, dans la mesure où les termes de l'indemnisation proposée étaient absents de l'offre mixte initiale. Il s'agit là du seul retrait obligatoire issu des nouvelles dispositions légales ayant fait l'objet d'un examen de conformité en 2007.

2 > Le retrait obligatoire visant les actions Gemplus International

Partage des compétences entre régulateurs boursiers

Le retrait obligatoire intervenu le 29 janvier 2007 sur les actions de la société de droit luxembourgeois Gemplus International illustre le partage des compétences entre autorités de régulation, lorsque le lieu du siège social de la société visée ne coïncide pas avec le lieu de cotation de ses actions.

Ce retrait obligatoire faisait suite à l'offre publique d'échange déposée le 1er juin 2006 par la société de droit néerlandais Gemalto (cotée uniquement à Paris), libellée selon la parité de 2 actions Gemalto à émettre pour 25 actions Gemplus présentées. Bien qu'aucune des sociétés concernées par l'offre ne soit de droit français, le contrôle de l'offre relevait néanmoins de la compétence de l'AMF[88], dans la mesure où les actions Gemplus n'étaient admises aux négociations que sur le marché réglementé français[89]. Les autorités boursières néerlandaise (Autoriteit Financiële Markten, AFM) et luxembourgeoise (Commission de surveillance du secteur financier, CSSF) sont toutefois intervenues à divers stades de l'offre.

Conformément au mécanisme du passeport européen prévu par la directive Prospectus, l'AFM a délivré une décision d'approbation du prospectus d'émission relatif aux actions nouvelles Gemalto émises en rémunération de l'offre d'échange (le 13 juin 2006), en amont de la délivrance par l'AMF de la décision de conformité et du visa de l'offre (6 juillet 2006).

La CSSF était compétente quant à elle pour les aspects relatifs aux procédures de rachat et de retrait obligatoire (qui relèvent du droit des sociétés luxembourgeois), l'AMF n'intervenant dans ces procédures que dans la mesure où la cible est cotée sur l'Eurolist d'Euronext Paris (information du marché, garantie d'irrévocabilité par l'initiateur, etc.).

Or, la loi luxembourgeoise du 19 mai 2006 relative aux offres publiques d'acquisition prévoit l'obligation pour un initiateur d'offrir aux actionnaires de la cible la possibilité de lui vendre leurs titres à un « juste prix » dès lors qu'il détient plus de 90 % des droits de vote de cette cible à l'issue d'une offre[90]. Cette possibilité doit être ouverte à tout actionnaire minoritaire pendant une période de trois mois après la clôture de l'offre. En outre, au cas où le rachat obligatoire se fait en titres de l'initiateur, des espèces doivent être proposées au moins à titre d'option.

(88) Conformément à l'article L. 433-1 II 1° du code monétaire et financier.
(89) Les actions Gemplus International étaient également cotées sur le NASDAQ à New York sous forme d'ADS *(American Depositary Shares)*.
(90) Cette procédure de rachat obligatoire *(sell out)*, prévue par la directive européenne 2004/25/CE du 21 avril 2004 sur les OPA, n'a pas d'équivalent strict en droit français. En outre, en droit luxembourgeois, le seuil de participation de l'initiateur au-dessus duquel tout actionnaire peut demander le rachat obligatoire (90 % des droits de vote) est distinct du seuil au-dessus duquel l'initiateur peut mettre en œuvre le retrait obligatoire (95 % du capital et des droits de vote).

C'est ainsi qu'à l'issue de la clôture, le 8 novembre 2006, de la période de réouverture de l'offre de Gemalto, celle-ci détenant 96,67 % du capital et 96,78 % des droits de vote de Gemplus, s'est ouverte une période de trois mois pendant laquelle les actionnaires minoritaires de Gemplus ont pu exercer leur droit de rachat, sous réserve de la décision de Gemalto de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire. Dans le cadre de ce rachat obligatoire, Gemalto s'est engagée irrévocablement à acquérir toute action Gemplus auprès des actionnaires qui en feraient la demande selon la même parité que celle proposée lors de l'offre d'échange ou contre paiement de 1,30 euro en espèces par action Gemplus, la CSSF s'étant préalablement prononcée favorablement sur le caractère de « juste prix » de cette contrepartie en espèces.

Le 5 janvier 2007, Gemalto a fait connaître à l'AMF sa décision de mettre en œuvre un retrait obligatoire sur les actions Gemplus aux mêmes conditions financières que le rachat obligatoire, alors en cours. Un délai de quatorze jours de négociation, fixé en accord avec la CSSF, a alors été proposé aux actionnaires de Gemplus pour choisir la forme de leur indemnisation (titres ou espèces), les actionnaires ne se manifestant pas étant présumés opter pour l'indemnisation en espèces. Le retrait obligatoire est intervenu le 29 janvier 2007.

3 > L'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant Prosodie

Réinvestissement au capital de la *holding* initiatrice et franchissement du seuil de 95 %

Le 30 novembre 2006, M. Alain Bernard, président-directeur général et fondateur de la société Prosodie a cédé à la société Camélia Participations, contrôlée par le fonds Apax, un bloc d'actions Prosodie représentant 43,94 % du capital et des droits de vote au prix unitaire de 20 euros. Camélia Participations a ensuite déposé, le 8 décembre, à titre obligatoire, un projet d'offre publique d'achat visant les actions Prosodie au prix unitaire de 23,40 euros. Le 2 février 2007, deux semaines avant la clôture de l'offre, l'initiateur en a relevé le prix de 8 % par une surenchère libellée au prix de 25,25 euros. L'offre et sa réouverture, clôturée le 23 mars, ont amené Camélia Participations à détenir 92,15 % du capital et des droits de vote de Prosodie, sans lui permettre en revanche de mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de l'offre.

Dans les mois qui ont suivi, Camélia Participations a procédé à des achats d'actions Prosodie sur le marché sans dépasser le prix de 25,25 euros par action, ramassant au total 0,15 % du capital entre le 10 avril et le 3 juillet 2007. Parallèlement, le 21 juin 2007, l'acquisition hors marché d'un bloc de 3,68 % du capital, auprès des sociétés de gestion Financière de l'Échiquier et Tocqueville Finance a permis à Camélia Participations de franchir les seuils de 95 % du capital et des droits de vote de Prosodie, rendant possible le dépôt d'un projet d'OPR-RO. Par cette transaction, ces deux sociétés de gestion apportaient l'intégralité de leur participation dans Prosodie, en échange d'actions et d'obligations convertibles en actions Camélia Participations, sur la base d'un prix de 25,25 euros par action Prosodie, leur conférant, à l'issue de l'apport, 7,16 % du capital de la *holding*.

Détenant 95,84 % du capital et des droits de vote de Prosodie, Camélia Participations a alors pu déposer le 2 octobre un projet d'offre publique de retrait suivi d'un retrait obligatoire au prix de 25,25 euros par action – coupon détaché[91] –, lequel a été déclaré conforme par l'AMF le 30 octobre et a conduit au retrait obligatoire des actions Prosodie le 20 novembre 2007.

Le contexte de ce dossier le rattache au thème sensible de la remontée d'actionnaires extérieurs au montage LBO dans la *holding* initiatrice de l'offre, couplée au franchissement du seuil de 95 % par ladite *holding*. Il présente d'ailleurs une configuration remarquablement proche de l'OPR-RO déposée

(91) Un dividende de 0,40 euro par action au titre de 2006 avait été mis en paiement le 22 juin 2007.

sur les actions Elior en octobre 2006[92]. Aussi, les raisons qui ont conduit l'AMF à déclarer conforme en l'état ce projet d'OPR-RO, malgré les précédents s'y rattachant[93], méritent-elles d'être soulignées.

Les circonstances particulières de l'OPA initiale de Camelia Participations ont notamment été prises en compte, le prix de 25,25 euros par action de l'OPR-RO résultant du relèvement de 8 % en février 2007, du prix de cette OPA (23,40 euros), lequel était lui-même supérieur de 17 % au prix de la transaction de bloc du 30 novembre 2006 ayant placé la *holding* d'Apax en situation d'offre obligatoire (20 euros). Ce relèvement a permis de pacifier une situation conflictuelle au sein du conseil d'administration de Prosodie, née de l'appréciation du prix initial de 23,40 euros, et a conduit certains actionnaires de la société représentant plus de 28 % du capital de Prosodie à conclure avec l'initiateur un engagement d'apport à l'offre.

Ensuite, le prix de 25,25 euros par action coupon détaché représentait une amélioration de 1,6 % par rapport aux termes de l'OPA initiale compte tenu du détachement du dividende 2006, et relevait d'un contexte de négociations antérieur à la dégradation des conditions de marché de l'été 2007.

Enfin, le comportement des deux actionnaires ayant apporté en nature leurs actions Prosodie au profit de l'initiateur, lui assurant ainsi de franchir le seuil de 95 %, n'était pas en soi de nature à faire douter du caractère acceptable du prix de 25,25 euros : l'un n'avait ni acquis ni cédé de titre Prosodie depuis novembre 2006 et l'autre s'était certes renforcé au capital de Prosodie pendant la période d'offre, mais à des valeurs n'excédant pas 23,61 euros, et ce avant la surenchère. En investissant au capital de l'initiateur, ceux-ci renonçaient en outre à percevoir directement le dividende 2006 et aucun prix de sortie plancher, ni aucun droit ou garantie particulière, ne leur était octroyé par rapport à leurs coïnvestisseurs.

4 > Les offres publiques d'achat simplifiées visant les sociétés Didot-Bottin et Nord Est

Requalification de garanties de cours en offres publiques d'achat simplifiées

Au cours de l'année 2007, l'Autorité des marchés financiers a eu à se prononcer, dans le cadre de son examen de conformité, sur des projets de garantie de cours qui, au vu des caractéristiques des opérations présentées, ont fait l'objet de requalifications en offres publiques d'achat simplifiées. C'est notamment le cas des dossiers Nord Est et Didot-Bottin qui comportaient de surcroît des caractéristiques communes, notamment en matière de transfert de propriété des blocs de contrôle (postérieur à la clôture de l'offre) ou de modulation du prix offert aux actionnaires minoritaires (ajusté en fonction du montant d'un dividende exceptionnel versé en cours d'offre).

> L'offre visant Didot-Bottin

Un projet de garantie de cours initié par la société de droit luxembourgeois Yellow Grafton SC a été déposé le 8 octobre 2007 en application des articles 235-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Aux termes d'un protocole de cession en date du 23 juillet 2007, modifié par avenant en date du 27 juillet 2007, Perella Weinberg Group LP (à laquelle l'initiateur s'est substitué) s'est engagée à acquérir auprès des sociétés Compagnie Financière Privée (« Cofip ») et Sopalia Compagnie Financière Holding SA, respectivement 533 144 et 181 538 actions Didot-Bottin, soit un nombre total de 714 682 actions représentant 83,66 % du capital et 88,23 % des droits de vote de la société Didot-Bottin. Les actions devaient être cédées à l'initiateur le premier jour de négociation suivant la clôture de la garantie de cours, au prix de 39,79 euros par action.

La cession intervenant après la mise en paiement de la distribution exceptionnelle de 29,50 euros

(92) Voir le commentaire figurant dans le Rapport annuel 2006 de l'AMF, page 135.
(93) L'OPR-RO Elior précitée, mais également l'OPR-RO Buffalo Grill déclarée irrecevable en mars 2006.

par action Didot-Bottin décidée par l'assemblée générale des actionnaires du 24 septembre 2007, Yellow Grafton s'est donc engagée irrévocablement à acquérir au prix unitaire de 69,29 euros par action (jusqu'à la veille de la date de mise en paiement de la distribution exceptionnelle) ou au prix unitaire de 39,79 euros par action (à partir du jour de la mise en paiement de la distribution exceptionnelle) la totalité des actions Didot-Bottin non détenues directement ou indirectement par les cédants.

En outre, Didot-Bottin avait procédé, au cours des trois dernières années, à la cession de l'ensemble de ses activités. Ainsi, la société Quinette Gallay a été cédée, le 21 juin 2007, à Cofip, qui était par ailleurs cédant du contrôle de Didot-Bottin au profit de Yellow Grafton. Compte tenu de la chronologie des cessions, l'Autorité a estimé que la cession de Quinette Gallay représentait le principal des actifs (résiduels) de Didot-Bottin. Par conséquent, la cession de Quinette Gallay pouvait être considérée comme un élément connexe à la transaction entre Cofip et l'initiateur, ce qui constituait l'un des critères permettant de placer l'opération sous le régime de la procédure d'offre publique d'achat simplifiée en application de l'article 235-3 du règlement général[94].

Dès lors, l'AMF a apprécié le prix proposé selon les dispositions des articles 231-20 à 231-22 du règlement général (conformément à l'article 234-6, le prix proposé devant être au moins équivalent au prix le plus élevé payé par l'initiateur sur une période de douze mois précédant le dépôt du projet d'offre).

> **L'offre visant Nord Est**

Aux termes d'un protocole d'acquisition conclu le 20 juillet 2007 et de ses avenants signés le 27 septembre 2007 et le 22 octobre 2007, la société Financière Ravel[95] s'est engagée à acquérir auprès de la société Harwanne Compagnie de Participations Industrielles et Financières SA (« Harwanne ») le jour de bourse suivant le jour de clôture de l'offre, 2 749 119 actions de la société Nord Est représentant 79,48 % de son capital et 78,66 % des droits de vote au prix de 18,43 euros par action.

Dans la mesure où l'assemblée générale des actionnaires de la société Nord Est avait décidé, le 28 septembre 2007, la distribution d'un dividende exceptionnel d'un montant de 42,57 euros par action, sous condition suspensive de la déclaration, par l'Autorité des marchés financiers, de la conformité du projet d'offre, l'initiateur s'est engagé irrévocablement à acquérir la totalité des actions Nord Est non détenues par lui et représentant 20,52 % du capital et 20,31 % des droits de vote de la société au prix de 61 euros par action préalablement au détachement du dividende exceptionnel, ou au prix de 18,43 euros par action à compter de la date de détachement du dividende exceptionnel. De cette façon, les actionnaires de la société ont eu la possibilité d'apporter pendant toute la durée de l'offre, le prix étant ajusté en fonction du versement du dividende exceptionnel.

La cession du bloc de contrôle au prix de 18,43 euros par action devant intervenir postérieurement à la clôture de l'offre, l'offre avait initialement fait l'objet d'un dépôt sous forme de garantie de cours, en application des articles 235-1 et suivants du règlement général de l'AMF dans la mesure où la société Harwanne était en effet convenue d'acquérir un bloc de titres lui conférant la majorité du capital et des droits de vote de la société Nord Est.

Toutefois, préalablement à la cession du bloc de contrôle à la société Financière Ravel, Nord Est avait

(94) Article 235-3 : « Faisant application de l'article 234-2, l'AMF peut placer sous le régime de l'offre obligatoire un projet d'acquisition, ou l'acquisition, d'un ou plusieurs blocs de titres conférant la majorité du capital ou des droits de vote d'une société dans les cas suivants :
1° La transaction est assortie d'éléments connexes susceptibles d'affecter l'égalité, posée par le premier alinéa de l'article 235-2, entre le prix payé pour le bloc majoritaire et le prix offert aux autres actionnaires ;
2° Le ou les blocs sont acquis auprès de personnes qui ne détenaient pas préalablement, de concert entre elles ou avec le cessionnaire, la majorité des droits de vote de la société.
Dans l'une ou l'autre de ces hypothèses, l'offre publique se déroule selon la procédure simplifiée du 2° de l'article 233-1, si l'initiateur détient, après acquisition du ou des blocs de titres, la majorité du capital ou des droits de vote de la société. »

(95) Détenue à 100 % par Financière Vivaldi, elle-même détenue par les FCPR 21 Centrale Partners III et 21 Partners Team III dont la société 21 Centrale Partners assure la gestion.

procédé à un certain nombre de cessions d'actifs qui constituaient des conditions suspensives au dépôt d'un projet de garantie de cours par la société Financière Ravel sur les actions Nord Est non détenues par Harwanne. Il était également prévu que la société Harwanne fasse apport à Financière Vivaldi de 196 419 actions Nord Est en contrepartie d'une participation à son capital. Ces opérations pouvaient être considérées comme des éléments connexes à la transaction entre Harwanne et Financière Ravel, ce qui constituait l'un des critères permettant de placer l'opération sous le régime de l'offre publique (emploi de la procédure simplifiée) en application de l'article 235-3 du règlement général de l'AMF.

À l'instar de la décision retenue dans le cadre de l'examen du dossier Didot-Bottin, l'Autorité des marchés financiers a décidé de placer le projet de garantie de cours visant les actions Nord Est sous le régime de l'offre publique, réalisée selon la procédure simplifiée et a apprécié le prix proposé selon les dispositions des articles 231-20 à 231-22 et 234-6 de son règlement général.

Dans ce cas, comme dans le précédent, se posait la question de la possibilité de réaliser l'offre sous la forme simplifiée et non normale, alors que l'initiateur ne détenait pas, d'ores et déjà, la majorité du capital et des droits de vote (articles 232-1 et 233-1 2° du règlement général de l'AMF). Autrement dit, si la procédure de garantie de cours est possible pour un initiateur qui est convenu d'acquérir un bloc de titres (articles 235-1 et 235-2 du règlement général de l'AMF), une telle possibilité (l'emploi de la procédure simplifiée) paraît exclue dans le cadre d'une offre publique. Toutefois, l'AMF a considéré que l'offre publique résultait d'une requalification effectuée en application de l'article 235-3 du règlement général, lequel, dans son dernier alinéa, autorise l'emploi de la procédure simplifiée prévue au 2° de l'article 233-1, si après acquisition du ou des blocs de titres l'initiateur détient la majorité du capital et des droits de vote. Cette disposition n'exige donc pas une détention préalable de ladite majorité. Ainsi, l'AMF a autorisé dans ces deux cas l'emploi de la procédure simplifiée, après avoir vérifié que le dispositif contractuel portant sur les acquisitions des blocs permettait de considérer que celles-ci étaient irrévocables (instructions données pour effectuer le transfert des blocs, financements prévus et autorisés, de telle sorte que l'on pouvait considérer que ces acquisitions faisaient l'objet d'une garantie bancaire).

5 > La garantie de cours sur Alternext : un cas particulier

Le 8 juin 2007, Groupe Serma, *holding* des managers de Serma Technologies, a pris une participation, directe et indirecte (*via* la société SPL Conseil et Investissement), dans Serma Technologies, cotée sur Alternext depuis décembre 2005. À l'issue d'opérations de cession et d'apport, Groupe Serma détenait 50,92 % du capital et 62,43 % des droits de vote de Serma Technologies.

En application des articles L. 433-3 III du code monétaire et financier et 235-4 du règlement général de l'AMF, l'acquisition par Groupe Serma de plus de 50 % du capital de la société a donné lieu à la mise en œuvre d'une garantie de cours dans les conditions fixées par le règlement général. Un projet de garantie de cours a été déposé le 16 octobre 2007 en application de l'article 235-4 du règlement général. La garantie de cours est, en effet, la seule procédure d'offre publique placée sous la compétence de l'AMF, applicable aux sociétés inscrites sur Alternext.

L'Autorité des marchés financiers a pris acte que le prix offert dans le cadre de la garantie de cours de 17,38 euros par action était le même que celui des opérations d'apport et de cession réalisées, le 8 juin 2007, au prix de 17,38 euros par action et que les dispositions liant les actionnaires de la société Groupe Serma ne prévoyaient aucune condition de sortie prédéfinie.

L'AMF a examiné la procédure de garantie de cours de façon partielle, puisque toutes les dispositions applicables sur un marché réglementé ne le sont pas sur Alternext, notamment celles relatives à l'offre obligatoire. Au cas d'espèce, cette opération aurait donné lieu à une requalification en offre

publique d'achat simplifiée si elle avait eu lieu sur des titres cotés sur un marché réglementé, compte tenu notamment de l'acquisition indirecte des titres de Serma Technologies par l'intermédiaire de SPL qui détient 43,23 % du capital et 55,72 % des droits de vote de Serma Technologies. À cet égard, l'appréciation d'une garantie de cours sur Alternext renvoie à la notion de franchissement des seuils de 50 % du capital et des droits de vote, laquelle a été abandonnée sur le marché réglementé en raison de la réglementation relative aux offres publiques (articles 234-2 et 234-5 du règlement général de l'AMF).

6 > Completel Europe NV : l'offre publique d'achat simplifiée sur une société de droit néerlandais

Entre le 17 et le 21 septembre 2007, Altice B2B France, actionnaire industriel de l'opérateur de câble français Numericable, aux côtés du fonds d'investissement Cinven, a acquis auprès de différents fonds et du management de Completel près de 67 % du capital de la société, au prix maximum de 35,50 euros par action. Un projet d'offre publique d'achat simplifiée a été déposé le 25 septembre 2007.

Completel étant une société de droit néerlandais, cotée uniquement à Paris, la question de l'autorité compétente pour l'offre s'est posée. À cet égard, l'article 231-1 1er du règlement général de l'AMF prévoit que les règles sur les offres publiques d'acquisitions peuvent s'appliquer à « toute offre faite publiquement aux détenteurs d'instruments financiers négociés sur un marché réglementé d'un État membre de la Communauté européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen, y compris la France, pour laquelle l'AMF est l'autorité compétente dans les cas prévus aux I et II de l'article L. 433-1 du code monétaire et financier (...) ».

Compte tenu de la situation de Completel, l'AMF était l'autorité compétente au sens de la directive OPA pour le contrôle de l'offre publique. Les Pays-Bas n'ayant pas alors transposé la directive OPA, le régime de l'offre, bien que l'initiateur ait acquis près de 67 % de Completel, était celui de l'offre volontaire, étant précisé que les statuts de la société prévoyaient une obligation d'offre en cas de franchissement du seuil de 25 %.

À la clôture de l'offre, Altice B2B France détenait 98,92 % du capital et 98,98 % des droits de vote de Completel. Conformément à ses intentions annoncées au moment de l'offre publique d'achat simplifiée, Altice B2B France a initié une procédure de retrait obligatoire des actions Completel dans les conditions prévues à l'article 2-92a du code civil néerlandais, l'AMF n'intervenant en aucune façon lors de cette procédure de retrait obligatoire qui ne relève pas de la procédure de retrait obligatoire prévue aux articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, non applicable à une société de droit étranger.

Cette affaire illustre la manière dont peuvent être combinées les compétences de deux régulateurs sur les différents aspects d'une même opération.

D – Les dérogations à l'obligation de dépôt d'un projet d'offre publique

Au cours de l'année 2007, les décisions de dérogation à l'obligation de dépôt d'un projet d'offre publique prises en application des articles 234-7 à 234-10 du règlement général de l'AMF ont été au nombre de 46[96], incluant neuf examens relatifs à des concerts au titre des articles 234-3 2° et 234-7 du règlement général. En outre, six décisions relatives à la mise en œuvre d'une offre publique de retrait[97] ont été publiées.

(96) À savoir 43 décisions de dérogation dont 6 comprenant des examens relatifs aux articles 234-3 2° et 234-7 du règlement général et 3 décisions comprenant exclusivement des examens relatifs auxdits articles.
(97) Article 236-6 du règlement général de l'AMF.

Franchissement du seuil du tiers à l'issue d'une offre publique de rachat d'actions

La décision « Lectra » (mars 2007) a permis à l'AMF de préciser les conditions d'application du cas de dérogation visé à l'article 234-9 5° du règlement général qui concerne le franchissement du seuil résultant de la réduction du nombre total de titres de capital ou de droits de vote existants dans la société visée, au cas particulier où cette réduction est la conséquence d'une offre publique de rachat mise en œuvre par la société sur ses propres actions (OPRA).

La société Lectra envisageait de réaliser une OPRA portant sur 20 % de son capital au maximum, en vue d'annuler les actions apportées. Les deux dirigeants de la société, MM. André et Daniel Harari, respectivement président du conseil d'administration et directeur général de Lectra, qui détenaient de concert 31,8 % du capital et 32,1 % des droits de vote de la société, n'avaient pas l'intention d'apporter leurs actions à l'offre. Dans ces conditions, la réduction de capital consécutive à l'OPRA devait entraîner leur relution au capital de Lectra, à hauteur de 39,8 %, les amenant à franchir ainsi de concert les seuils du tiers du capital et des droits de vote. MM. André et Daniel Harari ont par conséquent sollicité l'octroi d'une dérogation à l'obligation de dépôt d'une offre publique en invoquant l'article 234-9 5° du règlement général précité. Ils s'engageaient de surcroît à ne pas acquérir de titres Lectra au cours des douze mois suivant le franchissement du seuil résultant de la réduction du capital à l'origine de leur relution.

L'Autorité des marchés financiers estime que l'octroi d'une dérogation sur ce fondement est subordonnée au fait que le requérant ne prenne pas une part active dans les opérations conduisant à la réduction du nombre total de titres de capital ou de droits de vote qui mène à sa relution au-delà du tiers. C'est pourquoi elle n'a finalement accepté d'octroyer ladite dérogation qu'en contrepartie d'engagements additionnels des requérants de ne pas influer sur les décisions de l'assemblée générale extraordinaire statuant sur la réduction du capital de Lectra. À cet égard ceux-ci se sont engagés à ne participer au vote desdites résolutions qu'à hauteur du nombre d'actions nécessaire pour atteindre le *quorum*, sur première convocation, et à exercer les droits de vote correspondants en votant en faveur des résolutions concernées à hauteur de deux tiers et en s'abstenant sur ces même résolutions à hauteur du tiers desdits droits de vote qu'ils détenaient.

Les conditions d'octroi de cette dérogation témoignent de la vigilance de l'AMF face aux situations dans lesquelles l'actionnaire principal d'une société cotée use du contrôle de fait dont il bénéficie en assemblée générale pour promouvoir la mise en œuvre d'opérations conduisant soit à son renforcement au-delà du tiers au capital de la société (ou, s'il détient déjà entre le tiers et 50 %, à raison de plus de 2 %), soit au transfert du contrôle de la société à un tiers (cf. dérogation « Société Française de Casino »). L'AMF peut alors être amenée, au cas par cas, à n'octroyer une dérogation au dépôt obligatoire d'une offre qu'en contrepartie de certaines restrictions à l'exercice des droits de vote du requérant en assemblée générale, cela afin de neutraliser son rôle dans les opérations conduisant à une situation d'offre obligatoire.

Il ne s'agit pas pour autant de limiter inconsidérément le droit de vote qui est l'attribut fondamental de tout actionnaire, mais de subordonner l'octroi de la dérogation à des engagements pris par le demandeur, par exemple en évitant, dans certains cas, que les actionnaires minoritaires ne se voient imposer, à travers l'opération générant une situation d'offre obligatoire, une évolution significative du contrôle de la société[98]. Une telle pratique est permise en outre par les articles 234-8 et 234-9 du règlement général, lesquels visent tous deux les dérogations que l'AMF « peut accorder ».

(98) Il s'agissait d'éviter que le concert, disposant du contrôle de fait, puisse imposer une opération au terme de laquelle il aurait franchi en hausse le seuil du tiers, et pouvant l'amener par la suite, tout en respectant les dispositions de l'article 234-5, à acquérir le contrôle complet de la société (soit 50 %). Dans le même ordre d'idée, la décision de dérogation 204C1305 du 2 novembre 2004 dans laquelle, dans un cas de figure similaire, l'AMF a octroyé la dérogation compte tenu de l'engagement par le demandeur de ramener sa participation en deçà de 48 %, celui-ci détenant avant opération environ 38,7 % du capital et 39,7 % des droits de vote de la société concernée.

E – Les contentieux

1 > L'offre publique d'échange de Sacyr Vallehermoso sur Eiffage

Non-conformité et action de concert

Le 26 juin 2007, l'AMF a déclaré non conforme le projet d'offre publique d'échange visant les actions de la société Eiffage déposé par la société espagnole Sacyr Vallehermoso («Sacyr») le 19 avril 2007. Ce projet d'offre était libellé selon une parité de douze actions Sacyr à émettre pour cinq actions Eiffage présentées, visait 66,68 % du capital de la société – Sacyr détenant au jour du dépôt 33,32 % du capital et 29,61 % des droits de vote d'Eiffage – et était assorti d'un seuil de renonciation fixé à 60 % des droits de vote d'Eiffage sur une base totalement diluée.

Cette offre non sollicitée est intervenue dans des circonstances particulières.

La société Sacyr a fait son entrée au capital d'Eiffage en décembre 2005 par des achats sur le marché entamés le lendemain de l'attribution par l'État du contrôle du concessionnaire autoroutier APRR à la société Eiffage (associée au groupe Macquarie), intervenue à l'issue d'une procédure d'enchères à laquelle Sacyr a participé sans succès. Sacyr a poursuivi ces achats les mois suivants, pour atteindre 30,70 % du capital et 31,82 % des droits de vote fin mars 2006, devenant alors premier actionnaire d'Eiffage. Dans les déclarations d'intention effectuées conformément aux dispositions du code de commerce, le 9 mars puis le 5 avril 2006, Sacyr déclarait, notamment, ne pas agir de concert avec un tiers et ne pas avoir l'intention d'acquérir le contrôle d'Eiffage ou de lancer une offre publique sur ces titres. Lors de l'assemblée générale des actionnaires d'Eiffage du 19 avril 2006, Sacyr a demandé en vain la nomination de quatre représentants au conseil d'administration d'Eiffage.

Sacyr a ensuite poursuivi ses acquisitions d'actions sur le marché jusqu'en mars 2007, portant sa participation juste en dessous du seuil du tiers, sans le dépasser. De nouveau, Sacyr a fait inscrire à l'ordre du jour de l'assemblée générale du 18 avril 2007 une résolution visant à faire nommer cinq de ses dirigeants comme représentants au conseil d'administration d'Eiffage (après élargissement proposé du conseil de huit à quinze membres). Concomitamment, dans les semaines précédant la tenue de l'assemblée, le titre Eiffage a fait l'objet d'échanges intenses en bourse qui ont propulsé son cours à des niveaux jamais atteints auparavant.

Le 18 avril 2007, le bureau de l'assemblée général d'Eiffage, invoquant l'existence d'indices graves, précis et concordants, a constaté l'existence d'une action de concert entre Sacyr et 89 actionnaires d'Eiffage (ceux-ci représentant au total 17,6 % du capital de la société) et privé de leurs droits de vote ces 89 actionnaires au motif de la non-déclaration du franchissement du seuil du tiers du capital et des droits de vote d'Eiffage par ce concert. Comme lors de l'assemblée de 2006, Sacyr n'a pas obtenu de représentation au conseil d'administration d'Eiffage.

Le lendemain de l'assemblée, Sacyr déposait une offre publique d'échange volontaire sur les actions Eiffage.

À l'occasion de l'examen de ce projet d'offre, l'Autorité des marchés financiers a, notamment, identifié un groupe de six actionnaires d'Eiffage (totalisant 5,24 % du capital et des droits de vote) présentant des liens avec les actionnaires et dirigeants de Sacyr et dont le comportement et les achats, sur l'année précédant l'assemblée du 18 avril 2007, présentaient de nombreuses similitudes (objet social, souci de confidentialité, moyens financiers apparents sans lien avec l'ampleur des achats, logique d'investissement improbable, etc.). Elle a également porté son attention sur la phase d'intense spéculation traversée par le titre Eiffage en mars et avril 2007 et sur le comportement de Sacyr et de ses représentants pendant et après l'assemblée générale.

L'Autorité a ainsi mis en évidence un faisceau d'indices dont l'accumulation, loin d'être fortuite, lui a paru traduire au contraire une démarche organisée et convergente d'un certain nombre d'actionnaires d'Eiffage visant à appuyer Sacyr en vue d'obtenir, lors de l'assemblée, une recomposition du conseil d'administration d'Eiffage à son profit, et lui permettant, dans un second temps, de mettre en œuvre le rapprochement industriel réclamé depuis 2006 mais toujours refusé jusque-là par le conseil d'administration en place d'Eiffage. En retour, l'offre d'échange de Sacyr, planifiée de longue date, pouvait permettre opportunément aux actionnaires d'Eiffage agissant de concert avec Sacyr de reporter leur investissement sur les titres Sacyr et de tirer ainsi bénéfice de la création de valeur résultant, le cas échéant, du rapprochement. L'AMF conclut ainsi à l'existence d'une action de concert entre Sacyr et au moins six actionnaires d'Eiffage (sans exclure que d'autres actionnaires d'Eiffage aient pu y participer également), totalisant ensemble 38,55 % du capital et 34,84 % des droits de vote d'Eiffage.

Sacyr avait donc franchi de concert, au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, les seuils du tiers du capital et des droits de vote d'Eiffage, et avait acquis en numéraire, de concert, plus de 5 % du capital de cette société au cours des douze mois précédant le dépôt du projet d'offre. L'application des dispositions des articles 234-2, 234-6 et 231-8 du règlement général plaçait dès lors Sacyr et les sociétés agissant de concert avec elle dans l'obligation de déposer un projet d'offre publique comportant une option en numéraire et dont le prix devait être au moins équivalent au prix le plus élevé payé par ledit concert, sur une période de douze mois précédant le dépôt du projet d'offre dans les conditions prévues par l'article 234-6 précité. Or, le projet d'offre publique de Sacyr, déposé le 19 avril à titre volontaire et libellé exclusivement en titres, ne satisfaisait pas à ces contraintes. Il a donc été déclaré non conforme par l'AMF le 26 juin 2007.

En outre, l'AMF a relevé que Sacyr était également tenue au respect des dispositions des articles L. 433-3 IV du code monétaire et financier et 231-13 du règlement général et, à ce titre, devait déposer ou s'engager à déposer un projet d'offre publique irrévocable et loyale visant les titres de la société APRR, au plus tard à la date d'ouverture de l'offre publique visant Eiffage. L'Autorité a considéré, en effet, que Eiffage détenait effectivement plus du tiers du capital et des droits de vote de la société APRR, par l'intermédiaire d'une chaîne de contrôle indirecte, et que celle-ci constituait un actif essentiel d'Eiffage, tant dans une approche quantitative (contribution aux comptes consolidés d'Eiffage) que qualitative (au regard de la stratégie d'Eiffage, de son profil d'activité et de son statut boursier).

La société Sacyr a déposé un recours contre la décision de non-conformité de l'AMF devant la cour d'appel de Paris.

2 > L'offre publique de rachat d'actions de Gecina

Non-conformité et action de concert

Pour mettre un terme à la bataille boursière qui les opposait depuis mars 2006, les principaux actionnaires de la foncière espagnole Metrovacesa – M. Sanahuja d'une part, et MM. Rivero et Soler d'autre part – ont signé le 19 février 2007 un protocole (dit « accord de séparation ») visant à scinder cette société en deux parties. Cet accord prévoyait une suite d'opérations portant sur le capital et le périmètre d'activité respectifs de Metrovacesa et de sa filiale Gecina (alors contrôlée à hauteur de 68,3 % du capital), visant à faire en sorte que l'investissement de MM. Rivero et Soler se concentre en France, au travers de Gecina, et que celui de M. Sanahuja se concentre en Espagne, au travers de Metrovacesa, en éliminant la participation de Metrovacesa au capital de Gecina et celle de MM. Rivero et Soler au capital de Metrovacesa.

La première étape de ce plan a consisté dans le lancement, par Metrovacesa, d'une offre publique de rachat de ses propres actions, rémunérée en actions Gecina, suivie d'une réduction de capital. MM. Rivero et Soler se sont engagés à apporter à cette offre l'intégralité de leurs actions Metrovacesa, et M. Sanahuja à ne pas y apporter sa participation. Au règlement-livraison de cette offre, le 27 novembre 2007, MM. Rivero et Soler sont devenus chacun actionnaire de Gecina à hauteur respectivement de 17,80 % et 15,36 % du capital et des droits de vote de la société, M. Sanahuja prenant quant à lui, par effet de relution, le contrôle de Metrovacesa, laquelle a vu sa participation dans Gecina réduite à 27 % du capital. Dans le cadre des déclarations de franchissement de seuils et d'intention effectuées au titre de l'article 233-7 du code de commerce, MM. Rivero et Soler ont déclaré chacun ne pas agir de concert avec d'autres personnes vis-à-vis de Gecina, ne pas avoir l'intention de le faire à l'avenir, et ne pas avoir l'intention de lancer une offre publique sur les actions Gecina.

En parallèle, les signataires de l'accord de séparation ont sélectionné, au sein du patrimoine de Gecina, 37 actifs de bureaux, représentant une valeur nette de 1 955 millions d'euros, lesquels devaient être transférés à la société Medea, « coquille vide » cotée contrôlée par M. Sanahuja. Cet apport devait prendre effet après approbation des assemblées générales de Gecina et de Medea, convoquées fin décembre 2007. Ainsi dotée, Medea devait servir de « monnaie d'échange » dans le cadre de l'offre publique de rachat que Gecina avait déposée sur ses propres actions le 22 novembre 2007. Ce projet d'offre visait au maximum 22,35 % du capital de la société, en vue de l'annulation des titres apportés, selon une parité de 20,5 actions Medea par action Gecina. Aux termes de l'accord de séparation, M. Sanahuja s'engageait à faire en sorte que Metrovacesa apporte la totalité de ses actions à l'offre, tandis que MM. Rivero et Soler s'engageaient à ne pas y apporter leurs actions Gecina.

Saisie de ce projet d'offre, l'AMF a notamment procédé à l'examen des termes de l'accord de séparation et a considéré que les opérations réalisées en exécution de cet accord ne pouvaient caractériser des démarches individuelles de la part de MM. Rivero et Soler, mais relevaient au contraire d'un comportement commun, solidaire et assorti d'une dimension contraignante forte, entre ces personnes, en vue d'acquérir et d'exercer des droits de vote de Gecina, pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de cette société. Elle a ainsi considéré que l'accord de séparation caractérisait une action de concert entre MM. Rivero et Soler vis-à-vis de Gecina, au sens de l'article L. 233-10 I du code de commerce, et qu'à ce titre ceux-ci détenaient de concert 33,16 % du capital et des droits de vote de Gecina et seraient ensuite amenés – par effet de relution et compte tenu des engagements d'apport pris par les parties – à franchir les seuils du tiers en capital et en droits de vote au jour du règlement-livraison de l'OPRA, les plaçant ainsi en situation d'offre obligatoire vis-à-vis de Gecina.

Constatant, d'une part, que le projet de note d'information de l'OPRA, signé par M. Rivero en qualité de président-directeur général de Gecina, ne faisait pas état de ladite action de concert et de ses conséquences futures en matière d'offre obligatoire, et, d'autre part, que MM. Rivero et Soler ne reconnaissaient pas agir ensemble de concert, l'AMF a estimé que les actionnaires de Gecina ne disposaient pas de l'information cohérente et complète requise dans le cadre de l'offre, et a décidé que le projet d'OPRA de Gecina n'était pas conforme aux dispositions législatives et réglementaires applicables.

La société Gecina, M. Rivero et M. Soler ont chacun déposé un recours contre cette décision devant la cour d'appel de Paris.

4 – Les aspects comptables

A – L'accompagnement de la transition aux IFRS par l'AMF

Depuis plusieurs années, l'Autorité des marchés financiers a entrepris de communiquer en direction des émetteurs, des commissaires aux comptes et du marché afin de les sensibiliser aux normes IFRS dont l'usage est devenu obligatoire depuis le 1er janvier 2005. Ces communications ont eu pour objectif d'attirer l'attention sur les éléments importants de ce nouveau référentiel comptable, de faire des propositions relatives à la communication sur la transition et sur les impacts de cette transition.

Depuis fin 2005, l'AMF s'appuie sur la revue des comptes produits par les sociétés cotées pour attirer l'attention sur les éléments qui lui paraissent perfectibles. Cette communication lui permet également de souligner les principales difficultés de mise en œuvre qui découlent de l'entrée en vigueur de nouvelles normes ou interprétations. Ainsi, le 4 décembre 2007, l'Autorité des marchés financiers a publié les « Recommandations de l'AMF en matière d'information comptable dans la perspective de l'arrêté des comptes 2007 »(99). Compte tenu de la crise financière rencontrée depuis le milieu de l'année 2007, ces recommandations mettent particulièrement l'accent sur les problématiques relatives aux instruments financiers, que ce soit en termes d'évaluation lorsque le marché est peu liquide, ou en termes de présentation au sein des états financiers (en abordant en particulier les problématiques de la distinction entre capitaux propres et dette, ou les conséquences de la volatilité des marchés sur les équivalents de trésorerie). Dans ce contexte particulier, un développement spécifique sur les nouvelles exigences introduites par la norme IFRS 7, qui traite des informations à fournir en annexe au titre des instruments financiers, a permis de mettre en exergue les éléments relatifs aux risques liés à ces instruments, à la façon dont ceux-ci sont suivis et gérés par l'émetteur.

Par ailleurs, différents thèmes méritant une meilleure information de la part des émetteurs ont été identifiés, par exemple, dans les domaines des paiements fondés sur les actions (IFRS 2), des regroupements d'entreprises (IFRS 3), des avantages accordés aux salariés (IAS 19), des relations avec les parties liées (IAS 24), ou des dépréciations d'actifs (IAS 36).

B – L'évolution de la réglementation comptable

1 > Le nouveau processus d'adoption au niveau européen

L'adoption des normes et interprétations fait l'objet d'une nouvelle procédure, la « procédure de réglementation avec contrôle ».

Les principaux changements sont les suivants(100) :

> contrôle systématique par le Parlement européen et le Conseil dès lors qu'un élément non essentiel d'un acte législatif adopté selon la procédure visée à l'article 251 du traité est modifié ;

> renforcement du rôle du Parlement européen et du Conseil qui pourront s'opposer à une mesure proposée par la Commission si celle-ci « excède les compétences d'exécution prévues dans l'acte de base ou que ce projet n'est pas compatible avec le but ou le contenu de l'acte de base ou ne respecte pas les principes de subsidiarité ou de proportionnalité » ;

> délai fixé à trois mois à compter de la transmission de la proposition au Parlement et au Conseil pour permettre à ces derniers de s'opposer au projet de mesure.

(99) Recommandations de l'AMF en matière d'information comptable dans la perspective de l'arrêté des comptes 2007, disponible sur le site internet de l'AMF dans la rubrique « textes de référence > accès par type de textes > recommandations AMF ».

(100) Décision du Conseil du 17 juillet 2006 modifiant la décision 1999/468/CE fixant les modalités de l'exercice des compétences d'exécution conférées à la Commission – texte disponible à l'adresse internet suivante : http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/fr/oj/2006/l_200/l_20020060722fr00110013.pdf.

2 > Les normes approuvées en 2007

Pour devenir exécutoire dans l'Union européenne, tout texte publié par l'IASB (norme ou interprétation) doit être adopté officiellement par la Commission européenne et publié au Journal officiel de l'Union européenne.

L'EFRAG, qui est le comité technique chargé de conseiller le Comité de la réglementation comptable (ARC) et la Commission européenne pour l'adoption des normes IFRS, met à jour et publie sur son site internet un état du processus d'adoption.

Les normes, modifications de normes et interprétations qui ont fait l'objet d'une approbation par la Commission européenne au cours de l'année 2007 sont rappelées dans le tableau suivant :

	Date d'approbation	Date d'application
Normes et amendements de normes		
IFRS 8 « Segments opérationnels »	21 novembre 2007	Optionnelle en 2007, obligatoire à compter du 1er janvier 2009.
Interprétations		
IFRIC 11 « IFRS 2 – Actions propres et transactions intragroupe »	1er juin 2007	Obligatoire à compter du 1er mars 2007, optionnelle auparavant.
IFRIC 10 « Information financière intermédiaire et pertes de valeur (dépréciation) »	1er juin 2007	Obligatoire en 2007.

Source : AMF

3 > Les projets en cours d'élaboration

Les normes et modifications de normes, ainsi que les interprétations publiées par l'IASB mais qui n'ont pas encore été endossées par l'Union européenne, sont rappelées dans le tableau suivant :

	Date de publication	Avis de l'EFRAG
Normes et amendements de normes		
Amendements d'IAS 23 « Coûts d'emprunt »	29 mars	
Amendement d'IAS 1 « Présentation des états financiers – présentation modifiée »	6 septembre 2007	1er trimestre 2008 (est.)
IFRS 3 révisée « Regroupement d'entreprises »	10 janvier 2008	
Amendement d'IAS 27 « États financiers consolidés et individuels »	10 janvier 2008	
Interprétations		
IFRIC 12 « Contrats de concession »	30 novembre 2006	23 mars 2007
IFRIC 13 « Programmes de fidélisation de la clientèle »	28 juin 2007	2e trimestre 2008 (est.)
IFRIC 14 « IAS 19 – interactions entre plafonnement d'un actif de couverture et exigences de couverture minimale »	5 juillet 2007	1er trimestre 2008 (est.)

Source : EFRAG

a) Modification d'IAS 23 « Coûts d'emprunt »

La modification de la norme IAS 23, publiée en mars 2007, entérine la suppression de l'option offerte par les paragraphes 10 et 11 actuellement en vigueur, permettant une comptabilisation immédiate en charges des coûts d'emprunt directement liés à l'acquisition, à la construction ou à la production d'un actif éligible. De ce fait, leur incorporation dans le coût des actifs éligibles devient obligatoire.

Cette modification permet une convergence avec le référentiel comptable américain qui impose la prise en compte des coûts d'emprunt dans la détermination de la valeur d'origine des actifs éligibles.

Pour les émetteurs qui appliquent déjà les IFRS, la norme IAS 23 révisée sera applicable de façon prospective aux actifs éligibles pour lesquels l'incorporation des coûts d'emprunt débute à compter du 1er janvier 2009.

b) Modification d'IAS 1 « Présentation des états financiers – présentation modifiée »

Dans le cadre du projet qui vise à rénover la présentation des états financiers, l'IASB a publié, en septembre 2007, une version révisée de la norme IAS 1 qui introduit un certain nombre de changements de terminologie (le bilan est renommé « état de la situation financière » – *statement of financial position* –, le compte de résultat prend la nouvelle appellation d'« état de résultat global » – *statement of comprehensive income.* Concernant ce deuxième état, la norme offre la possibilité de présenter un état global unique ou deux états, l'un correspondant au compte de résultat actuel, l'autre aux autres éléments du résultat global (*other comprehensive income* ou OCI).

Cette nouvelle version introduit également une nouvelle exigence concernant le recyclage des montants d'OCI en résultat en rendant obligatoire une information sur les montants recyclés au cours de l'exercice, soit dans l'état de résultat global, soit en annexe.

La version révisée d'IAS 1 est d'application obligatoire à compter des exercices ouverts le 1er janvier 2009.

c) Modification d'IFRS 3 « Regroupements d'entreprises »

Cette version révisée de la norme sur les regroupements d'entreprises, publiée initialement en mars 2004, est issue du premier grand chantier de convergence entre les normes internationales et américaines. Son origine remonte à la formation de l'IASB en 2001. C'est ce qui explique qu'un exposé-sondage ait été publié dès le mois de juin 2005. À l'époque, l'exposé-sondage avait suscité de très nombreuses réactions puisque 287 lettres de commentaires avaient été reçues par l'IASB. Après prise en compte de ces commentaires, la norme révisée permet d'éliminer de nombreuses différences entre les deux référentiels comptables ; cependant, certains aspects demeurent différents. Le principal de ces aspects a trait à la valorisation des intérêts minoritaires lors de la prise de contrôle puisque les normes américaines imposent une mise à la juste valeur que la norme IFRS 3 révisée ne reconnaît que comme une option possible (l'autre option autorisant le traitement actuel qui ne prévoit pas la réévaluation des intérêts minoritaires). Cette divergence résulte des nombreuses réserves exprimées en réponse à l'exposé-sondage quant à l'adoption du traitement américain comme unique traitement possible.

Les principales modifications apportées à la norme IFRS 3 portent sur :

> le traitement des acquisitions par étape. En effet, l'exigence de mesurer la juste valeur des actifs et passifs à chaque étape (dans le but de déterminer la quote-part d'écart d'acquisition résiduel à comptabiliser) a été supprimée. Le traitement préconisé par la norme IFRS 3 révisée consiste à constater un gain ou une perte sur la quote-part d'intérêt détenue antérieurement à la date d'obtention du contrôle et à calculer l'écart d'acquisition résiduel par différence entre la valeur des actifs remis au cédant et la juste valeur de la quote-part d'actifs et de passifs acquis ;

- l'obligation faite à l'acquéreur d'enregistrer les frais d'acquisition en charges de l'exercice plutôt que de les incorporer dans le coût d'acquisition, comme le préconise la norme actuelle ;
- l'obligation, lorsque certains éléments du prix payé sont susceptibles de varier pour tenir compte, par exemple, de conditions de performance postacquisition, de comptabiliser en prix d'acquisition la meilleure estimation de ces compléments de prix à la date de prise de contrôle. Les écarts ultérieurs entre cette meilleure estimation à l'origine et la réalité ne peuvent plus être imputés sur l'écart d'acquisition, ils doivent être constatés en compte de résultat ;
- le fait que les modifications de pourcentage d'intérêt qui ne se traduisent pas par une perte du contrôle par la société mère sont désormais traitées comme des transactions entre actionnaires (sans modification de l'écart d'acquisition) ;
- un certain nombre de clarifications relatives à des situations au moment de l'acquisition dont la restitution en comptabilité posait un problème. C'est le cas notamment des plans de *stock-options* de la société acquise auxquels sont substitués des plans portant sur les actions de l'acquéreur. Cela porte également sur le traitement comptable de dérivés incorporés, de couvertures de flux de trésorerie et de contrats de location opérationnels acquis par le biais du regroupement d'entreprises. La norme actuelle ne fournit pas de méthodologie explicite quant à la classification et l'évaluation de ces transactions.

La version révisée d'IFRS 3 est d'application obligatoire à compter des exercices ouverts le 1er juillet 2009. En cas d'application anticipée, celle-ci doit être concomitante avec l'application de la norme IAS 27 révisée.

d) Modification d'IAS 27 « États financiers consolidés et individuels »

La norme IAS 27 révisée a été publiée en janvier 2008, à la même date que la norme IFRS 3 révisée sur les regroupements d'entreprises. En effet, certaines modifications de terminologie effectuées dans la norme sur les regroupements d'entreprises ont nécessité une mise à jour des termes utilisés par la norme traitant de la consolidation (ainsi les intérêts minoritaires deviennent des intérêts qui ne participent pas au contrôle – *non controlling interests*). Par ailleurs, la norme introduit des développements sur les critères permettant d'identifier la perte de contrôle sur une filiale et les traitements comptables à appliquer lorsque survient cette perte de contrôle.

La version révisée d'IAS 27 est d'application obligatoire à compter des exercices ouverts le 1er juillet 2009. En cas d'application anticipée, celle-ci doit être concomitante avec l'application de la norme IFRS 3 révisée.

e) IFRIC 13 « Programmes de fidélisation de la clientèle »

Les avantages accordés à la clientèle dans le cadre de programmes de fidélisation sont considérés comme un élément distinct dans le cadre d'une vente à éléments multiples. En conséquence, une partie du prix de la vente initiale doit être affectée à ces avantages et ne doit être prise en compte qu'ultérieurement, lorsque lesdits avantages sont consommés par les clients.

Cette interprétation est d'application obligatoire à compter du 1er juillet 2008.

f) IFRIC 14 « IAS 19 – interactions entre plafonnement d'un actif de couverture et exigences de couverture minimale »

Cette interprétation traite de la détermination des avantages économiques liés aux situations de surfinancement d'un régime de retraite et aux obligations de financement minimum. Elle donne des précisions sur la façon d'apprécier si l'excédent constaté sur un régime peut (ou non), du fait des remboursements ou réductions de cotisations futures dont pourra bénéficier l'employeur, donner lieu à la reconnaissance d'un actif disponible.

Elle précise également les incidences d'obligations légales ou contractuelles de financement minimum sur l'évaluation de l'actif ou du passif au titre des avantages *post*-emploi ou des autres avantages à long terme. Notamment, elle exige la reconnaissance d'un passif lorsque l'employeur a une obligation de payer des cotisations destinées à couvrir une insuffisance de financement minimum au titre des services passés si ces cotisations ne sont jamais disponibles pour l'employeur.

Cette interprétation est d'application obligatoire à compter du 1er janvier 2008.

4 > Le programme de travail de l'IASB

Le programme de travail de l'IASB reflète les travaux engagés dans le cadre de la convergence entre les IFRS et les US GAAP.

		2008				2009	Non déterminé
		T1	T2	T3	T4		
Projets « convergence » à court terme							
Subvention d'État	IASB						suspendu
Joint ventures	IASB				norme		
Dépréciation d'actifs	Commun						en cours
Impôts	Commun		exposé sondage			norme	
Immeubles de placement	FASB						
Frais de recherche et développement	FASB						
Événements intervenus après la clôture	FASB						
Autres projets « convergence »							
Consolidation				doc. prép.			
Guide sur la mesure de la juste valeur				table ronde		sondage	exposé
Présentation des états financiers			doc. prép.				
Reconnaissance des produits			doc. prép.				
Avantages postérieurs à l'emploi		doc. prép.				exposé sondage	
Contrats de location						doc. prép.	
Cadre de référence							
Phase A : objectifs et caractéristiques qualitatives		exposé sondage					
Phase B : éléments de reconnaissance						doc. prép.	
Phase C : évaluation					doc. prép.		
Phase D : entité de *reporting*		doc. prép.					

Autres projets						
PME				norme		
Contrats d'assurance (phase 2)					exposé sondage	
Provisions					norme	
Amendements de normes						
Améliorations annuelles		norme		exposé sondage	norme	
Première adoption coût de l'investissement dans une filiale		norme				
Résultat par action : *treasury stock method*	exposé sondage					
Instruments financiers « *portions* »				norme		
Instruments financiers *puttable instruments*	norme					
Parties liées	norme					
Paiements en actions : condition d'acquisition et d'annulation		norme				
Dettes et capitaux propres	doc. prép.					

Source : IASB au 31 décembre 2007

5 > Les principales décisions de rejet de l'IFRIC

L'IFRIC[101] a modifié en 2007 la façon dont les demandes d'interprétation sont traitées. La nouvelle procédure se traduit par la publication de conclusions provisoires mettant un terme à l'analyse du problème par l'IFRIC ou recommandant la préparation d'une interprétation officielle. Cette procédure permet aux utilisateurs des normes de commenter les projets de conclusions. Les exemples des derniers mois montrent que ces commentaires sont susceptibles d'infléchir la conclusion initiale de l'IFRIC. Il est donc particulièrement important que les utilisateurs (émetteurs, auditeurs et analystes financiers) effectuent une veille sur les projets de l'IFRIC afin que leurs commentaires puissent être pris en compte *via* cette nouvelle procédure.

Les décisions de rejet « pour clarté » les plus importantes intervenues au cours de l'année 2007 sont présentées ci-après.

a) IAS 39/IAS 27 : options de vente exerçables à un prix différent de la juste valeur (janvier 2007)

La problématique IAS 39 soumise à l'IFRIC avait trait à des options de vente accordées par un émetteur avec des conditions d'exercice impliquant un écart entre le prix d'exercice et la juste valeur des options.

L'obligation de constater une dette (pour l'émetteur de ces options) au titre d'IAS 32 étant rappelée, une première question portait sur l'éventuelle symétrie à respecter pour la comptabilisation de ces options chez les bénéficiaires. Sur ce premier aspect, l'IFRIC a estimé qu'IAS 39 permet de répondre à cette problématique en exigeant d'identifier tout dérivé incorporé dans un instrument financier hybride et de comptabiliser ce dérivé séparément si les critères fixés par IAS 39.11 sont réunis. Ces dispositions s'appliquent aux bénéficiaires des options quel que soit le traitement retenu chez l'émetteur de celles-ci.

(101) *International Financial Reporting Interpretations Committee.*

La problématique IAS 27 incorporée dans la demande d'interprétation portait sur l'existence d'un contrôle d'une entité par l'autre, sans que l'entité bénéficiant du contrôle ne détienne de parts de capital de l'entité contrôlée. Sur ce second volet, l'IFRIC a rappelé qu'IAS 27 fait obligation à la société qui détient le contrôle de consolider les sociétés contrôlées même en l'absence de participation au capital des filiales.

L'IFRIC a donc considéré que les normes en vigueur permettent de traiter les deux aspects de la question soumise.

b) IAS 17 : ventes suivies de la mise en place d'une location avec clause de rachat au terme de celle-ci (mars 2007)

Afin d'analyser si les ventes suivies de la mise en place d'une location avec clause de rachat au terme de la location permettent de constater la sortie de l'actif, l'IFRIC a considéré que la norme applicable était IAS 17 et non IAS 18 (au titre de la vente initiale). Or, IAS 17 et les interprétations SIC-27 et IFRIC 4 s'appuient sur la notion de droit à utiliser un actif. Si, compte tenu de ce cadre d'analyse, il est établi que l'opération ne confère pas un droit d'utiliser l'actif, alors l'opération est hors du champ d'IAS 17 et doit être traitée en se conformant à IAS 18.

L'IFRIC a estimé que la probabilité de divergences de traitement sur cette question était donc faible.

c) IAS 36 : identification des unités génératrices de trésorerie dans le secteur de la distribution (mars 2007)

L'IFRIC a été interrogé afin de savoir s'il était possible de regrouper des points de vente (magasins) pour désigner une unité génératrice de trésorerie. L'IFRIC a rappelé que la norme IAS 36 (paragraphes 6 et 68) demande que l'identification des unités génératrices de trésorerie soit réalisée en considération des flux de trésorerie entrants et non en considération des flux de trésorerie nets des coûts (alors que certains pourraient souhaiter retenir cette notion lorsqu'il existe des coûts partagés entre différentes unités du groupe). L'IFRIC a estimé que tout éclaircissement complémentaire constituerait un complément au guide d'application et n'a pas souhaité retenir ce sujet.

d) IAS 39 : évaluation de l'efficacité d'une couverture de flux de trésorerie par mise en place d'un *swap* de taux d'intérêt (mars 2007)

La question porte sur la possibilité, lorsqu'un *swap* de taux est utilisé comme couverture de flux de trésorerie, de comparer uniquement les flux non actualisés de l'instrument de couverture avec ceux de l'élément couvert pour déterminer l'efficacité de cette couverture.

L'IFRIC a relevé qu'une telle méthode ne prendrait en compte qu'une partie des changements de juste valeur du *swap*. Or, IAS 39.74 n'autorise de scinder en deux la juste valeur d'un dérivé utilisé comme instrument de couverture qu'à la condition que ce dérivé soit une option ou un contrat de type achat à terme *(forward)*. En conséquence, la situation exposée ne paraît pas nécessiter d'interprétation particulière.

e) IAS 39 : couverture de risques multiples par un seul instrument de couverture (juillet 2007)

L'IFRIC a été saisi d'une question portant sur la façon de séparer virtuellement un instrument de couverture unique lorsque celui-ci est utilisé pour documenter plusieurs relations de couverture. Le guide d'application d'IAS 39 évoque, en effet, des cas où un instrument est scindé en plusieurs composantes virtuelles. Selon l'IFRIC, la réponse à cette question tient plus des modalités d'application de la norme que de l'interprétation. L'IFRIC a néanmoins souligné que la question de la documentation des tests d'efficacité, qui peut conduire à décomposer l'instrument de couverture en faisant apparaître des composantes virtuelles, doit être traitée dès la mise en place de l'instrument de couverture. Il a également relevé que cette approche ne devait pas conduire à comptabiliser des flux qui n'existent pas selon les termes contractuels de l'instrument de couverture.

f) IAS 18 : identifications des relations d'agence (septembre 2007)

Tout en reconnaissant que la norme IAS 18 ne fournit pas de guide d'application détaillé sur la notion d'agence, l'IFRIC estime que les notions d'agent et de « principal » sont claires mais requièrent du jugement (IAS 18.8 et paragraphes 6 et 18[d] de l'annexe à IAS 18). Par conséquent l'IFRIC a recommandé à l'IASB de développer un guide d'application pour aider les utilisateurs à effectuer cette analyse.

g) IAS 19 : modifications d'un plan dues à un changement législatif ou réglementaire (septembre 2007)

L'IFRIC a été interrogé sur le traitement comptable à adopter lorsque l'action d'un gouvernement (nouvelle loi par exemple) modifie les plans d'avantages au personnel à prestations définies. En effet, selon IAS 19.97 le coût des services passés se caractérise par la mise en place ou la modification de plans à prestations définies. Cependant, IAS 19.BC 55 évoque les situations dans lesquelles le législateur ou les *trustees* prennent des décisions entraînant une modification du coût des services passés pour l'entreprise. L'IASB a donc considéré que l'identité de la source de cette modification du coût des services passés importe peu. En conséquence, l'IFRIC estime que cette problématique doit être résolue par une analyse permettant d'identifier si le changement législatif entraîne une modification des hypothèses actuarielles, ce qui devrait se traduire par la constatation d'un profit ou d'une perte actuariels, ou s'il modifie les prestations dues par l'employeur au titre des périodes précédant le changement. Dans ce deuxième cas, le traitement comptable à retenir serait celui applicable à la modification du coût des services passés. L'IFRIC reconnaît que dans certains cas, cette distinction peut être difficile, mais elle relève plus d'un guide d'application que d'une interprétation.

h) IAS 19 : traitement des contributions aux plans reçues des salariés (novembre 2007)

Deux questions ont été soumises à l'IFRIC. L'une plus générale porte sur le traitement applicable aux contributions versées par les employés dans des régimes mis en place par les employeurs. L'autre porte sur les plans qui prévoient un partage entre employeur et employés du coût des prestations accordées.

Concernant la première question, les paragraphes 91 et 120A indiquent clairement que l'évaluation du coût ou de l'obligation future incombant à l'employeur, tient compte des versements réalisés (ou à réaliser) par les salariés.

Concernant la seconde question, l'IFRIC a relevé qu'IAS 19.85 prévoit que l'employeur prenne en compte les modifications futures du montant des prestations définies auxquelles il est astreint, soit contractuellement, soit du fait d'une obligation implicite *(constructive obligation)*. Cette prise en compte intervient lors de l'évaluation de l'obligation au titre des plans concernés. Elle doit tenir compte des clauses de partage avec les salariés du surplus ou du déficit que pourrait générer le plan.

L'IFRIC a donc considéré dans les deux cas que la norme IAS 19 fournit des principes suffisamment clairs pour ne pas engendrer de traitements divergents.

C – L'instruction AMF n° 2007-05 sur l'information *pro forma*

L'Autorité des marchés financiers a publié en octobre 2007 une instruction[102] pour fixer les modalités d'application de l'article 222-2 de son règlement général quant à l'information *pro forma* à fournir dans les rapports financiers. Cette instruction ne concerne que les rapports financiers annuels et semestriels des seuls émetteurs cotés sur un marché réglementé, excluant les émetteurs cotés sur Alternext et sur le marché libre.

(102) Instruction AMF n° 2007-05 du 2 octobre 2007, relative à la présentation des informations financières *pro forma*, disponible sur le site internet de l'AMF, rubrique « Textes de référence > Accès par type de textes > Instructions AMF.

Pour mémoire, l'article 222-2 du règlement général de l'AMF a été modifié en janvier 2007, à l'occasion de la transposition de la directive Transparence, afin d'en aligner les dispositions principales sur les normes comptables IFRS, c'est-à-dire en supprimant l'obligation de donner une information *pro forma* sur deux exercices : l'exercice en cours et l'exercice précédent. Seule une information *pro forma* au titre de l'exercice en cours est désormais requise.

L'objectif de la rédaction de l'instruction de l'AMF n° 2007-05 a été la recherche d'une convergence aussi grande que possible avec les différents textes existants afin de ne pas ajouter de contraintes excessives pour les émetteurs, tout en assurant le maintien de la qualité de l'information financière et comptable.

Le tableau ci-dessous récapitule ce qui est requis par l'instruction AMF n° 2007-05 :

	Acquisition	Cession
Transaction réalisée au cours de la période couverte par le rapport financier annuel ou semestriel.	En plus des informations requises par IFRS 3, l'instruction demande de fournir des soldes intermédiaires du compte de résultat (ex. : résultat opérationnel) comme si l'acquisition avait eu lieu au début de la période.	L'instruction ne demande pas d'informations complémentaires par rapport à celles requises par IFRS 5.
Transaction réalisée après la clôture de la période couverte par le rapport financier annuel ou semestriel.	L'instruction ne demande pas d'informations complémentaires par rapport à celles requises par IFRS 3.	L'instruction ne demande pas d'informations complémentaires par rapport à celles requises par IFRS 5.

D – La mise en place du nouveau CNC

À la suite de sa nomination à la présidence du Conseil national de la comptabilité (CNC) le 13 mars 2007, Jean-François Lepetit a entrepris la réforme du dispositif français de normalisation comptable. Les principaux objectifs de cette réforme sont de faire évoluer le CNC et de moderniser les méthodes de travail des pouvoirs publics dans le domaine de la comptabilité. Le calendrier de cette réforme est prévu en deux temps :

> une première étape, concrétisée par la parution du décret n° 2007-629 du 27 avril 2007, vise à mettre en place un CNC rénové ;

> la seconde étape devrait être finalisée par voie législative avec la création de l'Autorité des normes comptables (ANC) qui aurait à la fois des prérogatives de l'actuel CNC et celles du Comité de la réglementation comptable (CRC).

Le décret n° 2007-629 du 27 avril 2007 n'est entré en vigueur qu'à la date de nomination des membres du Collège du CNC, c'est-à-dire le 19 novembre 2007. À cette date, le décret n° 96-749 du 26 août 1996 modifié relatif au CNC a été abrogé.

L'article 3 du décret fixe l'organisation du CNC avec la création du Collège, du Comité consultatif, des Commissions spécialisées et d'une Direction générale.

Le Collège est composé de 16 membres nommés pour trois ans. Six d'entre eux sont nommés ès qualités (représentants de la Cour des comptes, de la Cour de cassation et des autorités de régulation dont l'AMF). Neuf de ces membres sont nommés à raison de leurs compétences économiques et comptables ou au titre de la représentation des salariés. Le Collège a pour attributions :

> d'adopter les avis et recommandations du CNC ;

> d'adopter des avis urgents concernant toute question relative à l'interprétation de l'application d'une norme ;

> de déléguer certains travaux à une commission spécialisée.

Les Commissions spécialisées sont au nombre de deux : une commission des normes internationales et une commission des normes privées. Elles sont composées de neuf membres chacune Les commissions ont pour président et vice-président deux membres du Collège. Elles ont pour attribution de préparer les projets d'avis du Collège dans leur domaine spécifique : national et international.

Le Comité consultatif est composé de 25 membres.

Le directeur général est chargé de la gestion administrative du Conseil, de la préparation et du suivi des travaux techniques.

On relèvera enfin que par arrêté en date du 4 décembre 2007, les membres du Comité de la réglementation comptable (CRC) ont été nommés sur proposition du président du Conseil national de la comptabilité.

L'effet de cet arrêté devrait être très temporaire. En effet, l'objectif de ces nominations est de permettre la publication des règlements relatifs à des avis adoptés par les assemblées plénières du CNC au cours des deux dernières années ; les premiers règlements ont été publiés au *JORF* le 14 décembre 2007. À l'occasion de la création prochaine de l'Autorité de normalisation comptable (ANC), qui aura pouvoir de réglementation, le CRC sera dissous.

E – Les relations entre l'AMF et le Haut conseil du commissariat aux comptes (H3C)

Le H3C a pour principales missions :
> d'assurer la surveillance de la profession de commissaire aux comptes ; et
> de veiller au respect de la déontologie et notamment de l'indépendance des commissaires aux comptes.

Dans ce cadre, il est chargé :
> d'organiser les contrôles de l'activité des professionnels ;
> d'émettre un avis sur le code de déontologie de la profession ;
> d'émettre un avis sur les normes d'exercice professionnel ;
> d'identifier et de promouvoir les bonnes pratiques professionnelles ;
> de définir et de superviser les orientations et le cadre des contrôles périodiques.

Le H3C est également l'organe d'appel des chambres régionales en matière disciplinaire et en matière d'inscription.
Il est composé de douze membres parmi lesquels figure le président de l'AMF ou son représentant.

1 > Le contrôle de l'activité des professionnels

Le Haut conseil définit le cadre, les orientations et les modalités des contrôles périodiques auxquels sont soumis les commissaires aux comptes. Ces contrôles sont ensuite réalisés par la Compagnie nationale ou les compagnies régionales des commissaires aux comptes. Lorsque les contrôles effectués par la Compagnie nationale portent sur des sociétés faisant appel public à l'épargne, l'AMF apporte son concours au contrôle qualité en prenant part, le cas échéant, aux réunions au cours desquelles les constats des délégués rapporteurs sont discutés avec les commissaires aux comptes contrôlés. À l'issue de ces réunions, la conclusion du contrôle qualité mentionne les observations faites par l'AMF.

Le Haut conseil a rendu une décision relative à l'adoption du nouveau système de contrôles périodiques auxquels sont soumis les commissaires aux comptes. Le Haut conseil a délibéré sur l'adoption des principes directeurs à appliquer pour la mise en place d'un nouveau système des contrôles périodiques lors de sa séance du 28 juin 2007.

Le Conseil national de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes a adhéré par un vote à l'unanimité au projet de réorganisation des contrôles.

Le 21 décembre 2007, le Haut conseil a approuvé le programme de contrôle des commissaires aux comptes pour 2008. Celui-ci distingue les cabinets ayant des mandats au titre d'Entités d'intérêt public[103] (EIP) de ceux qui n'ont pas ce type de mandat. Pour la première catégorie, le programme de travail prévoit un taux de contrôle de 27 % pour les cabinets autres que les six grands réseaux. Pour ces six réseaux, il prévoit le contrôle de deux d'entre eux. Concernant la seconde catégorie (cabinets sans mandat EIP), les contrôles permettront une couverture de 11 % de la population.

Pour mettre en œuvre ce programme de travail, le Haut conseil a initié une procédure de recrutement de contrôleurs indépendants. Lors de la séance du 31 janvier 2008, par la décision n° 2008-01, le Haut conseil a donné son accord pour le recrutement de sept contrôleurs, mais a différé le recrutement d'un huitième candidat et refusé celui d'un neuvième candidat. Cette même décision a avalisé la poursuite de l'instruction de neuf autres candidatures (sur dix-sept).

2 > Les avis sur les normes d'exercice professionnel

Dans le cadre de l'homologation des normes d'exercice professionnel par le garde des Sceaux, le Haut Conseil a émis au cours l'année 2007 dix-huit avis sur des projets de normes d'exercice professionnel portant sur des sujets de fond liés au déroulement d'une mission de contrôle légal des comptes. Ces normes ont ensuite été homologuées par arrêté du garde des Sceaux :

Normes 2007	Avis du H3C	Homologation	Publication au JO
Procédures de contrôle interne relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière – rapport du commissaire aux comptes sur le rapport du président	20 février	5 mars	6 avril
Audit des comptes réalisé par plusieurs commissaires aux comptes	4 avril	10 avril	3 mai
Prise en considération de la possibilité de fraudes lors de l'audit des comptes	4 avril	10 avril	3 mai
Intervention d'un expert	4 avril	10 avril	3 mai
Documentation de l'audit des comptes	4 avril	10 avril	3 mai
Appréciation des estimations comptables	4 avril	10 avril	3 mai
Utilisation des travaux d'un expert-comptable intervenant dans l'entité	4 avril	10 avril	3 mai
Événements postérieurs à la clôture de l'exercice	2 mai	7 mai	13 mai
Continuité d'exploitation	2 mai	7 mai	13 mai
Prise de connaissance et utilisation des travaux de l'audit interne	2 mai	7 mai	13 mai
Changements comptables	3 mai	7 mai	13 mai
Informations relatives aux exercices précédents	3 mai	7 mai	13 mai
Contrôle du bilan d'ouverture du premier exercice certifié par le commissaire aux comptes	3 mai	7 mai	13 mai
Déclaration de la direction	3 mai	7 mai	13 mai
Prise en compte du risque d'anomalies significatives dans les comptes résultant du non-respect de textes légaux et réglementaires	3 mai	7 mai	16 mai
Rapports du commissaire aux comptes sur les comptes annuels et consolidés	10 juillet	18 juillet	29 juillet
Sélection des éléments à contrôler	10 juillet	18 juillet	29 juillet
Examen limité de comptes intermédiaires en application de dispositions légales ou réglementaires	17 septembre	29 novembre	5 décembre

(103) Il s'agit entre autres des sociétés faisant appel public à l'épargne, des fondations et associations ayant recours à la générosité du public, etc.

Parmi ces normes, deux normes homologuées ont un effet différé. Il s'agit de la norme relative aux rapports des commissaires aux comptes sur les comptes annuels et consolidés et de la norme sur l'examen limité des comptes, qui seront applicables aux rapports relatifs aux exercices ouverts à compter du 1er janvier 2008.

Le Haut conseil a également rendu six avis sur des saisines individuelles concernant des questions ayant trait à la déontologie.

F – Les publications de l'AMF sur les questions relatives au commissariat aux comptes

L'AMF publie tous les ans une étude relative aux honoraires versés aux commissaires aux comptes par les sociétés cotées dans le but de mesurer :

> le positionnement relatif des principaux cabinets ;

> l'évolution de la part respective des honoraires revenant à l'audit et aux prestations autres que l'audit.

L'étude réalisée au titre de la période 2005-2006 pour les groupes français du CAC 40[104] a permis d'effectuer quatre constats principaux :

> une hausse des honoraires globaux versés ;

> une baisse des honoraires versés au titre des prestations autres que l'audit ;

> certaines situations de cocommissariat faisant ressortir un poids relatif très différent ;

> une confirmation de la tendance à la concentration de la profession comptable.

(104) « Étude sur les honoraires versés aux commissaires aux comptes et à leur réseau au titre de la période 2005-2006 par les groupes français du CAC 40 » – Publiée dans la Revue mensuelle, juillet-août 2007, n° 38.

Chapitre 4

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

1 – L'action de AMF en 2007 : évolution réglementaire et meilleure régulation 147

2 – Les chiffres clés et le bilan de l'activité des acteurs de la gestion d'actifs en 2007 156

3 – Les chiffres clés et le bilan de l'offre de gestion collective en 2007 162

4 – L'évolution des infrastructures de marché 177

L'AMF agrée, réglemente et contrôle les sociétés de gestion ; elle participe à l'agrément, à la réglementation et au contrôle des autres prestataires de services d'investissement et des infrastructures de marché (entreprise de marché, chambre de compensation, dépositaire central) ; elle réglemente et contrôle les conseillers en investissements financiers par l'intermédiaire des associations professionnelles. Elle agrée et surveille les OPCVM et autres produits d'épargne collective, notamment en vérifiant la qualité de l'information diffusée.

Dans l'exercice de cette mission, elle doit protéger les investisseurs tout en permettant à l'industrie des services financiers de se développer dans un contexte d'internationalisation accélérée de la concurrence.

L'année 2007 a été marquée par la mise en œuvre effective de la démarche de « meilleure régulation »[1] engagée en 2006. Construite en concertation avec les professionnels, cette démarche a pour objectif d'accroître l'efficacité du contrôle exercé par l'AMF tout en favorisant la responsabilisation des acteurs. Sa première application concrète s'est traduite par une amélioration des procédures d'agrément.

La transposition de la directive MIF[2] a été le deuxième événement majeur de cette année. Elle a entraîné, notamment, une refonte du livre III du règlement général de l'AMF qui s'est achevée avant la date butoir du 1er novembre 2007[3]. Afin de familiariser les professionnels avec ces nouveaux textes, le régulateur a assuré plusieurs actions pédagogiques à leur intention, relayées par les associations professionnelles.

Enfin, l'été 2007 a vu émerger le début de la crise dite des *subprime.* Cette crise a touché la gestion d'actifs et notamment certains OPCVM. Le rôle du régulateur dans ce contexte a consisté à veiller à ce que les intérêts et l'égalité de traitement des porteurs soient respectés. Cette crise nécessitera que soient tirés, à terme, les enseignements de ces événements sans précédent.

Dans ce contexte, l'industrie de la gestion collective française a évolué en 2007 de la manière suivante :

> les encours bruts des OPCVM s'élevaient à 1 415 milliards d'euros au 31 décembre 2007, contre 1 411 milliards au 31 décembre 2006 ;
> le nombre d'OPCVM est passé de 11 769 à fin décembre 2006 à 12 063 à fin décembre 2007 ;
> les créations d'OPCVM sont en légère diminution avec 1 360 OPCVM nouveaux en 2007 contre 1 458 OPCVM en 2006 ;
> le nombre de sociétés de gestion est passé de 500 entités à 536 au 31 décembre 2007. Le nombre de créations a augmenté en passant de 42 en 2006 à 52 en 2007.

(1) Cf. *infra* chapitre 7, page 251.
(2) Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers et Directive 2006/73/CE du 10 août 2006 portant mesure d'exécution de la directive 2004/39/CE.
(3) Date de son entrée en vigueur.

Tableau 1 : état récapitulatif de l'activité de gestion collective en 2007

	Les décisions	2003	2004	2005	2006	2007
Sociétés de gestion/OPCVM	Agréments de société de gestion	33*	68	37	42	52
	Usage du passeport européen dans un autre État de l'Espace économique européen					
	Libre établissement		1	4	6	5
	Libre prestation de services		47	23	70	47
	Usage du passeport européen en France					
	Libre établissement		0	0	1	1
	Libre prestation de services		15	11	10	8
	OPCVM créés**	**1 253**	**1 117**	**1 165**	**1 458**	**1 360**
	OPCVM agréés dont :	1 033	937	1 074	1 247	1 124
	– SICAV	*28*	*13*	*19*	*27*	*63*
	– FCP à vocation générale	*697*	*689*	*797*	*933*	*768*
	– FCPR	*34*	*51*	*41*	*46*	*58*
	– FCPE	*272*	*174*	*214*	*240*	*231*
	– FCIMT	*2*	*10*	*3*	*1*	*4*
	OPCVM à procédure allégée déclarés	177	149	0	0	0
	OPCVM contractuels déclarés	0	0	26	129	119
	FCPR à procédure allégée déclarés	43	31	65	82	117
	Nombre d'agréments de transformation d'OPCVM	3 792	6 745	7 700	6 701	4 281
	Nombre d'autorisations pour les OPCVM européens***	402	254	341	777	885
	Nombre de visas de FCC & compartiments	6	6	6	4	6
Autres véhicules d'investissement	Nombre de visas de SCPI dont :	45	31	37	23	31
	– ouvertures au public	*2*	*8*	*6*	*9*	*11*
	– augmentations de capital	*0*	*10*	*11*	*11*	*10*
	– changements de prix, mises à jour de notes d'information	*43*	*13*	*20*	*3*	*10*
	Nombre de visas de SOFICA dont :	10	18	29	13	14
	– constitutions	*10*	*11*	*12*	*10*	*11*
	– augmentations de capital	*0*	*7*	*17****	*3*	*3*
	Nombre de visas de SOFIPÊCHE dont :	4	8	2	0	1
	– constitutions	*4*	*8*	*2*	*0*	*0*
	– augmentations de capital	*0*	*0*	*0*	*0*	*1*

Source : AMF

* Le nombre de sociétés de gestion comprend également les sociétés de gestion d'OPCVM qui ont disparu en 2004.
** Les créations comprennent les agréments et les déclarations d'OPCVM.
*** Ou compartiments d'OPCVM.
**** Dont 14 visas complémentaires.

1 – L'action de l'AMF en 2007 : évolution réglementaire et meilleure régulation

A – Le rôle du régulateur de marché dans le contexte de crise financière

À partir de l'été 2007, les principales places financières internationales ont connu d'importantes turbulences. À la suite de la distribution massive de crédits hypothécaires à risque aux États-Unis (dits *subprime*), en grande partie refinancés par le biais d'opérations de titrisation, le retournement du marché immobilier américain et la hausse consécutive des taux de défaut enregistrés sur les *subprime* a provoqué une forte baisse des actifs titrisés contenant ce type de crédits hypothécaires. Cela a entraîné une crise de liquidité sans précédent sur le marché de la titrisation qui a, ensuite, affecté le marché du crédit dans son ensemble[4].

En France, cette crise a frappé, en premier lieu, certains OPCVM, généralement connus sous l'appellation *marketing* « monétaires dynamiques » qui avaient investi dans des actifs issus de la titrisation. Ces OPCVM « monétaires dynamiques » sont classés par l'AMF en tant qu'OPCVM « obligataires » ou « diversifiés ». Ils mettent en œuvre des stratégies de gestion dont le but est d'offrir un rendement supérieur au rendement monétaire, bien évidemment en contrepartie d'un risque accru. À la suite d'une baisse de la valeur des actifs titrisés détenus, certains de ces OPCVM ont vu diminuer significativement leur valeur liquidative, provoquant des rachats importants de la part des porteurs.

Au cours de l'été 2007, l'AMF a eu à examiner plusieurs dossiers de fonds rencontrant des difficultés de valorisation ou de liquidité – un fonds géré par BNP Paribas Investment Partner et quatre fonds gérés par Oddo AM[5]. Dans ce contexte, l'AMF a rappelé aux sociétés de gestion qu'elles devaient agir dans l'intérêt exclusif des porteurs, dans toutes les décisions qu'elles pouvaient être amenées à prendre en fonction de leur analyse de la situation (suspension temporaire des souscriptions-rachats, fermeture des fonds). Dans tous les cas, l'AMF a été guidée par le souci de préserver les intérêts et l'égalité des porteurs de parts d'OPCVM ainsi que leur bonne information.

Par ailleurs, l'AMF a, tout au long de cette période, maintenu une relation étroite avec les représentants des professionnels et particulièrement avec l'Association française de la gestion (AFG). Elle a également suivi les travaux de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC) et de l'AFG destinés à guider les commissaires aux comptes dans leur façon d'appréhender les conséquences de la crise de liquidité sur la valorisation de certains actifs et dans leurs travaux de certification annuelle ou d'attestation périodique. L'objectif était de doter les commissaires aux comptes d'une grille de lecture commune suffisamment précise pour les aider à apprécier les différentes situations rencontrées. Ces travaux ont également fourni des orientations aux sociétés de gestion sur l'importance de la documentation et sur les informations pertinentes devant figurer dans l'annexe des comptes annuels des OPCVM concernés, permettant ainsi l'information des porteurs.

Début 2008, l'AMF a souhaité, au titre des responsabilités qui sont les siennes en matière de gestion collective, lancer des réflexions sur les premiers enseignements à tirer de cette crise. Un dialogue avec les gérants et les différents acteurs concernés est engagé dans le cadre d'une réflexion sur des pistes d'évolution réglementaire potentielles. Les principaux sujets abordés concernent le contrôle des risques dans les sociétés de gestion, la qualité de l'information des porteurs de parts et la classification des OPCVM par l'AMF.

Sur un plan international où se déroulent des travaux analogues, l'AMF en sa qualité de régulateur de marché, apporte et apportera, par ailleurs, toute sa contribution aux réflexions d'ensemble conduites sur le sujet, notamment au sein du FSF et de l'OICV[6].

(4) Cf. *supra* chapitre 1, page 34.
(5) Les fonds AXA IM et deux des trois fonds BNP Paribas touchés par la crise du *subprime* étant de droit luxembourgeois, le rôle de l'AMF a consisté à veiller à la bonne information des souscripteurs français.
(6) Cf. *supra* chapitre 2, pages 56 et 58.

B – L'amélioration de l'information des épargnants par l'analyse des documents commerciaux

La conformité des documents commerciaux des OPCVM à la réglementation est un élément important pour la protection de l'investisseur. Leur contrôle constitue, dès lors, un axe de renforcement de l'action de l'AMF.

En 2007, l'AMF a procédé à l'analyse d'une trentaine de documents commerciaux d'OPCVM et d'obligations structurées issus de la publicité diffusée dans la presse professionnelle et grand public. Ce travail, mené en collaboration avec la Commission consultative Épargnants, avait pour objectif de réaliser un état des lieux des pratiques au regard des dispositions de la directive MIF et d'informer la profession sur les points qui devraient être reconsidérés à partir du 1er novembre 2007.

Le constat a été globalement satisfaisant, démontrant une réelle implication des différents acteurs dans une démarche de bonne commercialisation. Les conclusions tirées de cette analyse ont été mises en consultation au mois d'août 2007(7). La synthèse des réponses publiée au mois de décembre 2007(8) a permis d'identifier des zones d'incertitude sur l'application concrète de dispositions réglementaires issues de la transposition de la directive MIF. L'AMF a apporté des éclaircissements à certaines propositions faites par les participants quand une lecture directe du texte le permettait. En revanche, lorsqu'une interprétation des textes s'avérait nécessaire, elle a considéré préférable, dans un premier temps, de privilégier l'observation des pratiques et la concertation avec la profession plutôt que d'établir une doctrine qui serait le seul fait du régulateur. Elle restera, en 2008, très attentive à ce sujet.

C – L'adaptation du cadre réglementaire

1 > La transposition de la directive MIF dans les textes de l'AMF

Sur les plans législatif et réglementaire, l'année a été marquée par la transposition de la directive MIF qui a eu un impact tant sur le code monétaire et financier que sur les textes de l'AMF.

De nombreuses dispositions de la directive MIF ont été directement transposées dans le règlement général de l'AMF(9). En particulier, le titre Ier du livre III relatif aux prestataires de services d'investissement a été totalement remanié(10). Il comprend, notamment, les nouvelles règles d'organisation des sociétés de gestion de portefeuille et les nouvelles règles de conduite issues ou liées à la transposition de la directive MIF.

Le statut unique de société de gestion de portefeuille a été maintenu, ce qui conduit à appliquer, essentiellement en termes d'organisation et avec la souplesse que la directive MIF permet, les mêmes règles à toutes les sociétés de gestion de portefeuille, que celles-ci exercent une activité de gestion sous mandat, de gestion d'OPCVM ou les deux. Le régime des conseillers en investissements financiers, quant à lui, a fait l'objet de légères adaptations(11) aux fins d'assurer sa cohérence avec les règles imposées par la directive MIF aux prestataires de services d'investissement.

Enfin, la transposition de la directive MIF se prolonge par la refonte d'instructions existantes et la publication de nouvelles instructions. Ainsi, l'instruction AMF n° 2006-02 du 24 janvier 2006, relative aux procédures et modalités d'agrément et au programme d'activité des sociétés de gestion

(7) Disponible sur le site internet de l'AMF, dans la rubrique « Consultations > Consultations AMF > Sujets autres ».
(8) Disponible sur le site internet de l'AMF, dans la rubrique « Consultations > Consultations AMF > Sujets autres ».
(9) L'arrêté du 15 mai 2007 a homologué les modifications apportées aux livres II, III, IV et V du règlement général publié au Journal officiel du 16/05/2007.
(10) Il remplace les anciens titres Ier et II du livre III.
(11) Arrêté du 26 décembre 2007 publié au Journal officiel du 17/01/2008.

de portefeuille et des prestataires de services d'investissement exerçant le service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers à titre accessoire, est profondément remaniée et complétée par une nouvelle instruction[12]. Deux nouvelles instructions sont par ailleurs parues en 2007 pour préciser les nouvelles règles de communication à l'AMF d'informations sur les opérations sur instruments financiers[13].

2 > La réglementation des organismes de placement collectif immobilier (OPCI)

Le dispositif réglementaire relatif à l'agrément des organismes de placement collectif immobilier[14], nouveau véhicule immobilier non coté créé par l'ordonnance du 13 octobre 2005, est opérationnel. Parmi les acteurs, quinze sociétés de gestion de portefeuille disposent désormais d'un programme d'activité spécifique leur permettant de gérer des OPCI.

S'agissant des produits, l'instruction des demandes d'agrément d'OPCI à règles de fonctionnement allégées (OPCI RFA), avec ou sans effet de levier, destinées à des investisseurs qualifiés, a été réalisée, en premier lieu. Les premiers OPCI RFA avec effet de levier ont été agréés par l'AMF, en octobre 2007, sur la base des considérations suivantes :

> la conformité réglementaire du produit ;
> l'affichage, la répartition et le calcul des frais ;
> les modalités de gestion du passif ;
> l'information délivrée dans le prospectus complet.

Les dossiers de création d'OPCI « grand public » ont fait l'objet, en parallèle, d'échanges avec les professionnels dans l'attente de l'établissement du plan comptable.
L'AMF a porté une vigilance particulière à la mise en place d'un dispositif de gestion de la liquidité, compte tenu du décalage entre la durée nécessaire à la réalisation des actifs et le rachat des parts de ces fonds. Elle s'est également attachée à la diffusion d'une information appropriée dans les documents réglementaires comme dans les documents publicitaires destinés aux investisseurs.

3 > Le dirigeant unique

La directive MIF autorise, par dérogation au principe de direction bicéphale, les sociétés de gestion de portefeuille à n'être dirigées que par une seule personne, sous certaines conditions définies dans le règlement général de l'AMF[15].

En pratique, la désignation d'un seul dirigeant est ouverte aux petites structures, aux sociétés en phase de démarrage et aux sociétés ne gérant que des FCPR bénéficiant d'une procédure allégée, ce qui représentait, au 31 décembre 2007, près de cent sociétés de gestion de portefeuille.

4 > La modification de l'instruction n° 2006-04 du 24 janvier 2006 relative aux modalités de calcul de l'engagement des OPCVM sur les instruments financiers

Les textes relatifs au calcul de l'engagement des OPCVM sur les instruments financiers à terme[16], publiés en mars 2006, sont entrés en vigueur au 1er janvier 2007. Si ces nouvelles dispositions ont été, de manière générale, bien accueillies, leur mise en œuvre a suscité certaines questions. Aussi, l'AMF a-t-elle souhaité, en concertation avec les associations professionnelles, apporter aux textes quelques précisions et clarifications d'ordre technique[17].

(12) Instruction n° 2008-01 du 8 février 2008 relative aux prestataires de services d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille.
(13) Instructions n° 2007-06 du 10 juillet 2007 et n° 2007-07 du 18 octobre 2007.
(14) Dispositif publié au Journal officiel du 15/05/07.
(15) Article 312-7 du règlement général de l'AMF.
(16) Articles 411-44-1 à 411-44-6 du règlement général de l'AMF et instruction n° 2006-04.
(17) L'article 411-44-1 du règlement général a ainsi été modifié par arrêté du 15 mai 2007 du ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie. De même, l'instruction n° 2006-04 a fait l'objet d'amendements parus également en mai 2007.

5 > La commission de courtage à facturation partagée

Conformément aux recommandations[18] du groupe de travail sur l'analyse financière indépendante[19], présidé par Jean de Demandolx Dedons, membre du Collège, l'AMF a mis en place, entre autres mesures[20], le mécanisme de la commission de courtage à facturation partagée qui permet une gestion plus transparente des frais d'intermédiation.

Ce mécanisme consiste, en effet, à scinder la commission de courtage en distinguant, dans les frais d'intermédiation imputés aux portefeuilles gérés par une société de gestion de portefeuille (OPCVM et mandats), d'une part, la rémunération du service d'exécution d'ordres et, d'autre part, la rémunération du service d'analyse. Il doit se substituer au système des commissions en nature *(soft commissions)* à l'issue d'une période de transition destinée à faciliter le passage d'un système à l'autre.

La possibilité pour les sociétés de gestion de portefeuille de demander le service d'analyse financière à un tiers distinct du prestataire qui exécute les ordres est ouverte. Dans ce cas, elles doivent conclure un contrat de commission de courtage à facturation partagée aux termes duquel le prestataire en charge de l'exécution d'ordres reverse à ce tiers la part de la commission de courtage correspondant à la rémunération du service d'analyse.

S'agissant des obligations de transparence sur les frais d'intermédiation, l'AMF a prévu de les proportionner à la taille des sociétés de gestion de portefeuille en fixant un seuil de significativité des frais d'intermédiation. Ne seront ainsi soumises aux obligations de transparence prévues par le règlement général de l'AMF que les sociétés pour lesquelles les frais d'intermédiation auront représenté, pour l'exercice précédent, plus de 500 000 euros.

L'instruction de l'AMF[21] clarifie le dispositif et présente une liste non exhaustive de services ne pouvant pas être qualifiés de services d'analyse financière et, par conséquent, non susceptibles d'être facturés aux OPCVM ou aux portefeuilles gérés sous mandat au titre des services d'analyse. Cette instruction apporte une grille de lecture aux acteurs concernés de l'industrie.

Une évaluation de l'application de ce mécanisme sur le marché français devrait être réalisée au cours du premier semestre 2009.

D – La responsabilisation des professionnels

1 > La responsabilité des SGP dans la détermination de l'éligibilité des actifs aux investissements des OPCVM

L'élargissement du périmètre d'investissement des OPCVM a conduit le régulateur à rappeler aux sociétés de gestion de portefeuille leurs responsabilités dans la détermination de l'éligibilité des actifs aux investissements des OPCVM. L'AMF[22] a exposé les raisons de l'évolution de son approche de régulation en la matière et entend maintenir un haut niveau de protection des investisseurs, dans un contexte d'innovation permanente et de complexité croissante des produits financiers accessibles aux OPCVM.

(18) Cf. le rapport du groupe de travail intitulé Pour un nouvel essor de l'analyse financière indépendante sur le marché français.
(19) Cf. Rapport annuel 2006, page 289.
(20) Cf. l'arrêté du ministre de l'Économie en date du 4 mai 2007 publié au Journal officiel du 16 mai 2007.
(21) Instruction de l'AMF n° 2007-02 du 18 janvier 2007 relative aux services d'aide à la décision d'investissement et d'exécution d'ordres.
(22) Position de l'AMF publiée dans la Revue mensuelle de avril 2007, n° 35.

2 > La délivrance des cartes professionnelles de responsable de la conformité pour les services d'investissement et de responsable de la conformité et du contrôle interne

a) Délivrance des cartes de responsable de la conformité pour les services d'investissement (RCSI)

2007 montre une nette diminution du nombre de candidats à l'examen pour l'attribution de la carte professionnelle de RCSI, due principalement à la fin de la période de réorganisation de la fonction de conformité qu'ont connue les principaux réseaux bancaires ces dernières années.

Tableau 2

RCSI	2006		2007	
	15e session	16e session	17e session	18e session
Personnes ayant suivi la formation	98	90	41	68
Nombre de candidats à l'examen	58	69	34	38
Nombre de cartes professionnelles attribuées	49	51	31	32
Refus	9	18	3	6
% de cartes professionnelles attribuées par rapport au nombre de candidats à l'examen	84 %	74 %	91 %	84 %
% de candidats à l'examen par rapport au nombre de personnes ayant suivi la formation	59 %	77 %	83 %	56 %

Toutes les personnes inscrites à la formation ne passent pas l'examen.
Toutes les personnes qui passent l'examen n'ont pas nécessairement suivi la formation.

Les refus ont été motivés principalement par :

> le manque d'ancienneté des candidats dans le poste, rendant difficile une vision globale de la fonction ;

> des défauts dans l'organisation de la fonction de conformité (insuffisance des moyens affectés, problèmes de rattachement hiérarchique du RCSI, problèmes d'organisation de la fonction de conformité, risques de dilution de l'autorité conférée à la carte professionnelle en cas de multiplication des cartes délivrées dans un même établissement, etc.).

Dans la majorité des cas, les candidats non retenus se sont présentés à la session suivante et ont obtenu la carte professionnelle, les défauts mis en évidence par le jury ayant été corrigés.

Dans un nombre non négligeable de cas, la délivrance de la carte professionnelle a été assortie d'observations du jury, portant notamment sur l'organisation du PSI en matière de contrôle des services d'investissement.

b) Délivrance des cartes de responsable de la conformité et du contrôle interne (RCCI)

En 2007, l'AMF a délivré pour la première fois la carte professionnelle de RCCI pour les sociétés de gestion. Les professionnels qui ont constitué les jurys d'examen étaient issus de dix entreprises d'investissement, la moitié d'entre eux exerçant la fonction de RCCI ou de RCSI. Par ailleurs, une formation préalable au passage de l'examen a été organisée pour les candidats avec l'aide de professionnels de la Place.

Tableau 3

RCCI	1re session	2e session
Personnes ayant suivi la formation	32	45
Candidats à l'examen	19	24
Cartes professionnelles attribuées	16	19
Refus	3	5
% de cartes professionnelles attribuées par rapport au nombre de candidats à l'examen	84 %	79 %
% de candidats à l'examen par rapport au nombre de personnes ayant suivi la formation	59 %	53 %

Lorsque l'attribution de la carte professionnelle a été refusée, les motifs invoqués étaient du même ordre que ceux ayant fondé les refus de délivrance des cartes de RCSI. En particulier, dans des petites sociétés de gestion, il s'est plusieurs fois avéré que le candidat ne disposait pas de l'autorité nécessaire à l'exercice de sa mission. De ce fait, les jurys ont considéré qu'il était préférable que le dirigeant soit lui-même titulaire de la carte professionnelle, tout en lui laissant la possibilité de s'appuyer sur le candidat concerné pour réaliser en pratique les contrôles.

Sollicitation de l'avis du jury lorsque la fonction de responsable de la conformité et du contrôle interne est externalisée à un prestataire externe.

Tableau 4 – 2e session

Nombre de sociétés de gestion pour lesquelles l'avis du jury a été sollicité	Avis positif	Avis négatif
13	5	8

Pour la première fois l'AMF a sollicité l'avis du jury d'examen pour la délivrance de la carte professionnelle de RCCI sur les conditions d'exercice des fonctions de conformité et de contrôle interne, lorsque celles-ci sont externalisées.

Les avis négatifs ont été principalement motivés par le fait :

> que certaines sociétés de gestion étaient encore en phase de démarrage de leur activité, ce qui rendait impossible l'évaluation de l'organisation de la filière conformité ;

> que les personnes entendues par le jury n'étaient pas celles qui devaient réaliser effectivement les contrôles au sein des sociétés de gestion ou que celles-ci ne présentaient pas une expérience professionnelle suffisante sur ce type d'activité ;

> que le jury n'a pas été convaincu par la pertinence du dispositif de conformité et de contrôle interne mis en œuvre.

E – La prise en compte de la diversité des situations et l'amélioration du traitement opérationnel des dossiers

1 > La simplification des procédures d'agrément

En matière de gestion collective, les services de l'AMF ont travaillé, en relation étroite avec un groupe de représentants des acteurs professionnels, pour proposer un nouveau cadre de régulation et d'agrément des OPCVM. À l'issue de la consultation publique, qui s'est achevée fin septembre, les textes

définitifs détaillant les modalités de simplification des procédures d'agrément ont été publiés. Les réformes ont donc commencé à entrer en vigueur selon le calendrier suivant :

- dès le 7 janvier 2008, le dépôt de dossiers d'agrément portant sur des OPCVM similaires à des OPCVM déjà agréés et gérés par la même société de gestion devient possible, avec la création d'une nouvelle procédure aux délais fortement comprimés (procédure d'agrément par analogie en huit jours ouvrés) ;
- à compter de février 2008, l'instruction des dossiers d'agrément initial des OPCVM fait l'objet de simplifications substantielles – recentrage du périmètre des vérifications opérées par l'AMF, suppression de la fourniture de certaines pièces jugées non essentielles, mise en place d'une filière d'instruction par voie électronique des dossiers, mise en place d'une lettre d'engagement visant à responsabiliser les acteurs sur la conformité des dossiers déposés, etc. ;
- à compter de mars 2008, le régime des mutations d'OPCVM est recentré sur les transformations présentant des enjeux de protection de l'investisseur. Cette évolution doit limiter le nombre de transformations donnant lieu à demande d'agrément diminuant ainsi leur coût administratif.

Les objectifs de cette réforme sont clairs : grâce à des acteurs professionnels responsabilisés, il s'agit d'améliorer la qualité et la rapidité des procédures d'agrément et de contribuer ainsi à la compétitivité du modèle de régulation français, tout en maintenant un haut niveau de protection de l'investisseur. Cette réforme doit également permettre, en limitant la charge liée aux procédures d'agrément pour les professionnels comme pour le régulateur, de recentrer l'action de l'AMF sur le suivi des OPCVM en cours de vie et sur le contrôle de leur commercialisation.

2 > Le rapport Adhémar sur la gestion alternative indirecte

L'Autorité des marchés financiers a constitué, en avril 2007, un groupe de travail, présidé par Philippe Adhémar, membre du Collège, pour évaluer et adapter le cadre réglementaire français de la multigestion alternative afin d'assurer sa compétitivité sans pour autant porter atteinte à la protection de l'investisseur. Le groupe de travail était composé de représentants de sociétés de gestion de portefeuille, d'investisseurs, d'un dépositaire, d'un commissaire aux comptes, d'économistes et de juristes.
Le groupe de travail a conclu ses travaux en juillet 2007 par l'établissement d'un rapport soumis à consultation publique au cours du second semestre 2007[23]. Dans le cadre de sa mission, le groupe de travail s'est principalement appuyé sur les conclusions issues de ses débats, l'audition d'un représentant de la Commission européenne et de régulateurs européens, et sur les contributions reçues à l'occasion d'une consultation des principales parties intéressées de la Place au printemps 2007.

L'objectif principal du rapport est de proposer des évolutions du cadre juridique de la multigestion alternative reposant sur une approche fondée sur des principes. Ses recommandations portent, à la fois, sur les produits de multigestion alternative et sur leurs acteurs. En ce qui concerne les produits, elles visent à assouplir certaines règles applicables aux fonds français de fonds alternatifs (encore appelés OPCVM ARIA III) tout en conservant un niveau de risque maîtrisé. En ce qui concerne les acteurs, elles tendent à s'assurer que les sociétés de gestion de portefeuille mèneront leurs *due diligences* (« diligences appropriées ») dans un cadre adapté et contrôlé.

La recommandation majeure du rapport a pour objet de passer d'une approche réglementaire reposant sur treize critères binaires d'éligibilité du fonds de droit étranger sous-jacent[24] à un cadre fondé sur quatre principes généraux concernant certains points cruciaux du régime juridique, du fonctionnement et de l'organisation du fonds sous-jacent. Cette recommandation est justifiée par les difficultés d'interprétation et d'application pratique des treize critères. La contrepartie de cette approche est une responsabilisation renforcée des sociétés de gestion de portefeuille qui s'appuie sur l'apport des programmes d'activité de multigestion alternative approuvés par l'AMF et sur un cadre solide de diligences que la société de gestion de portefeuille doit mettre en œuvre, s'agissant de la sélection et du suivi des fonds sous-jacents.

(23) Disponible sur le site internet de l'AMF, dans la rubrique « Consultations > Consultations AMF > Sujets autres ».
(24) Tels que prévus à l'article 411-34 du règlement général de l'AMF.

Parmi les autres évolutions majeures proposées par le rapport, il convient de noter la mise en œuvre de mécanismes de gestion de la liquidité (les *gates,* qui sont des seuils de rachat applicables dans certaines circonstances sous réserve d'une information appropriée des investisseurs), et la réduction de la diversification des actifs – de seize à dix fonds sous-jacents[25]. Il convient de relever également que le rapport, dans un souci d'équilibre, propose de maintenir le seuil d'accès à 10 000 euros pour l'investissement dans ces OPCVM, réaffirmant ainsi la spécificité du profil de risque de ces produits.

La mise en œuvre du rapport implique des modifications de règles et de pratiques de l'AMF ainsi que des modifications de lois et décrets. Pour ce qui concerne les premières, l'AMF étudiera, au cours du premier trimestre 2008, la mise en place des mesures relevant de sa compétence.

3 > Le lancement de la réflexion sur les prestataires de services d'investissement de petite taille

L'AMF a entamé, avant l'été, au sein d'un groupe de travail présidé par Jean de Demandolx Dedons, des discussions avec les associations professionnelles sur l'allègement des exigences réglementaires en matière d'organisation des prestataires d'investissement de petite taille.

L'objectif principal de ce groupe de travail est d'adapter les exigences organisationnelles imposées par la réglementation aux prestataires de services d'investissement de petite taille afin de ne pas freiner leur innovation et de fluidifier les échanges avec le régulateur. L'entrée en vigueur de la directive MIF, le 1er novembre 2007, a certes permis de réduire un certain nombre de difficultés soulevées par la réglementation. Le groupe de travail de l'AMF poursuit néanmoins sa mission afin d'adapter ses règles et de proposer des améliorations dans les relations avec ces prestataires. Des recommandations seront proposées courant 2008.

F – La diffusion des positions/de la doctrine de l'AMF

1 > Les conférences MIF destinées aux RCCI et RCSI

Pour préparer l'entrée en vigueur de la directive MIF au 1er novembre 2007, l'AMF a mené un certain nombre d'actions pédagogiques à destination des prestataires de services d'investissement (PSI), notamment à l'intention des RCSI et RCCI[26].

Ainsi, cinq conférences ont été organisées entre janvier et novembre 2007, dont une conjointement avec le CECEI[27]. Ces conférences destinées, d'une part, aux sociétés de gestion de portefeuille (SGP) et, d'autre part, aux PSI autres que les SGP avaient pour objet de présenter la nouvelle réglementation issue de la transposition de la directive MIF. Les deux premières conférences ont porté sur les modifications du livre III du règlement général de l'AMF en matière de règles d'organisation et de règles de bonne conduite. Les trois dernières conférences ont abordé la mise en œuvre pratique de la directive MIF et ont été accompagnées de la publication par l'AMF d'un jeu de questions-réponses[28].

Parmi les thèmes abordés, il convient de citer en particulier la mise en œuvre de la réglementation issue de la directive MIF en matière :
> de relation, de catégorisation, d'évaluation et d'information client ;
> de politique de meilleure exécution et meilleure sélection ;
> de conflits d'intérêts et de transactions personnelles ;
> de commercialisation de parts ou d'actions d'OPCVM ;
> d'avantages et de rémunérations *(inducements)* ;
> de déclaration des transactions à l'AMF.

(25) Celle-ci est intervenue par l'intermédiaire du décret n° 2007-1206 en date du 10 août 2007.
(26) Cf. *infra* chapitre 7, page 253.
(27) CECEI, Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement.
(28) Cf. *infra* page 155 du présent chapitre, Questions-réponses disponibles sur le site internet de l'AMF, dans la rubrique « Publications > Guides > Guides professionnels ».

2 > Les questions-réponses sur la directive MIF

La transposition de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF) a conduit à un renouvellement profond de la réglementation qui a suscité de nombreuses questions des professionnels sur la portée ou l'interprétation des règles nouvelles.

En conséquence, l'AMF a publié[29] une série de questions-réponses apportant des précisions ou des interprétations sur les questions qui lui sont le plus souvent posées.

Une première série de réponses a ainsi été publiée dès le 7 novembre 2007 sur des sujets très variés comme les transactions personnelles, le conseil en investissement, la déclaration des transactions ou encore l'activité de tenue de compte conservation.

Une mise à jour de ce document et des réponses à des questions nouvelles ont été publiées le 23 janvier 2008[30]. Cette seconde publication aborde, par exemple, les thèmes de l'organisation des PSI, de la gestion des conflits d'intérêts et des relations avec les clients.

3 > Les critères extra-financiers de la sélection de titres : cas des OPCVM se déclarant conformes à la loi islamique

L'AMF a agréé, en 2007, le premier OPCVM français se déclarant conforme à la loi islamique. Les conditions de conformité de ces produits à la réglementation française ont été clarifiées par des précisions[31] sur les modalités d'agrément des OPCVM utilisant des critères extra-financiers, y compris de conformité à la loi islamique. La position de l'AMF souligne le respect des principes propres à la gestion collective, notamment celui de l'autonomie de la société de gestion par rapport au comité de surveillance dans ses choix d'investissement et le respect de la législation et de la réglementation française dans le choix des critères non financiers de sélection des titres. Ainsi, des critères fondés sur la considération de la race et de la religion des dirigeants des entreprises ne sauraient être admis car contraire à des principes d'ordre public.

4 > La conférence FCPI-FIP

Afin d'accompagner les professionnels dans la préparation de la campagne de création des FCPI et des FIP, une conférence a été organisée, le jeudi 14 juin 2007, pour leur présenter les bonnes pratiques en matière d'élaboration des documents réglementaires et commerciaux de ces produits. Cette démarche a facilité le traitement des dossiers d'agrément des FCPI.

5 > Les questions-réponses sur les FCPE d'actionnariat salarié

La loi n° 2006-1770 du 30 décembre 2006 pour le développement de la participation et de l'actionnariat salarié a apporté trois innovations majeures dans le paysage des FCPE d'actionnariat salarié :

- l'autorisation donnée aux FCPE investis en titres non cotés de l'entreprise de conclure des pactes d'actionnaires ;
- l'instauration d'un régime allégé assorti d'un nouveau mécanisme de liquidité – l'engagement de rachat par l'entreprise de ses propres titres ;
- la création d'un nouveau type de FCPE dédié à une opération de rachat de l'entreprise réservée aux salariés.

Des questions-réponses présentent de manière didactique les aspects pratiques de ces nouveaux dispositifs et répondent aux interrogations des professionnels[32].

(29) Disponible sur le site internet de l'AMF, dans la rubrique « Publications > Guides > Guides professionnels ».
(30) Disponible sur le site internet de l'AMF, dans la rubrique « Publications > Guides > Guides professionnels ».
(31) Position de l'AMF du 17 juillet 2007, disponible sur le site internet de l'AMF dans la rubrique « Textes de référence > Accès par type > Positions AMF ».
(32) Un document sous forme de questions-réponses a été publié le 26 novembre 2007 dans la Revue mensuelle de l'AMF de décembre 2007 n° 42.

6 > La lettre « Régulation et gestion d'actifs »

L'AMF a également lancé, à destination de l'ensemble des acteurs de l'industrie de la gestion d'actifs, une nouvelle lettre trimestrielle intitulée Régulation et gestion d'actifs. Sous forme électronique et en version bilingue français-anglais, cette lettre a pour vocation d'expliquer les évolutions réglementaires et les positions interprétatives du régulateur sur les textes en vigueur, d'apporter des réponses concrètes aux questions des professionnels.

2 – Les chiffres clés et le bilan de l'activité des acteurs de la gestion d'actifs en 2007

A – Les sociétés de gestion de portefeuille

1 > Les agréments et programmes d'activité

a) Les délivrances et les retraits d'agrément

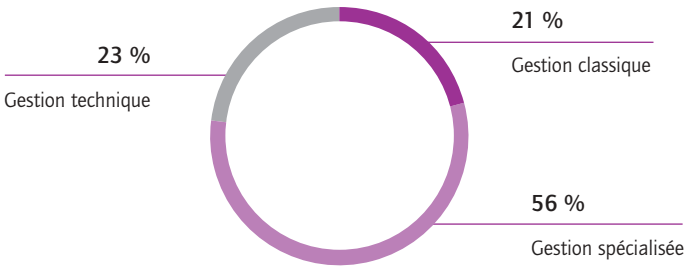
Au cours de l'année 2007, le nombre de sociétés de gestion de portefeuille en activité s'est accru de plus de 7 % par rapport à 2006[33]. Un peu plus de la moitié des sociétés sont entrepreneuriales. Cette tendance traduit le souhait d'un nombre croissant de professionnels de se compter parmi les spécialistes de gestions techniques ou spécialisées :

> 29 sociétés de gestion (soit 56 % des nouvelles sociétés) ont, en effet, été agréées pour exercer une gestion spécialisée – 17 au titre du capital investissement, 1 dans l'épargne salariale, 11 dans le nouveau domaine de la gestion immobilière. Elles n'étaient que 24 % en 2006 à avoir été agréées au titre d'une « monogestion » de ce type ;

> 12 autres sociétés (soit 23 %) ont été agréées pour exercer, outre une gestion spécialisée dans le capital investissement (2) ou la gestion immobilière (2), un ou plusieurs types de gestion technique tels que les fonds contractuels (8), les fonds à règles d'investissement allégées à effet de levier (2), la multigestion alternative (1), les dérivés complexes (3). Elles étaient 29 % en 2006 dans cette situation ;

> 11 sociétés enfin (soit 21 %) ont obtenu un agrément limité à la seule gestion d'instruments financiers « classiques ». Elles étaient encore 48 % en 2006 à solliciter un agrément hors gestion spécialisée ou technique.

Graphique 1 : répartition des sociétés de gestion agréées en 2007 en fonction du type de gestion agréé



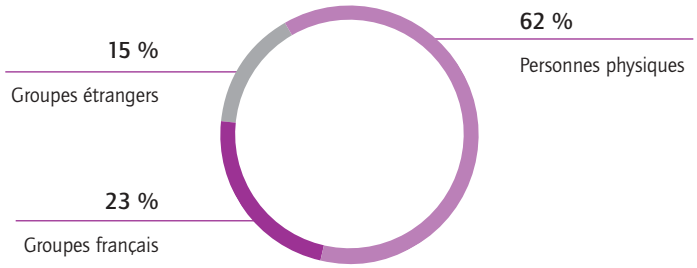
Source : AMF

(33) Cf. *infra* pages 145 et 146 du présent chapitre.

Il est à noter par ailleurs que :
> 2 sociétés, n'ayant pu réaliser dans les délais fixés les conditions suspensives assortissant l'agrément, ont renoncé à être agréées ;
> l'AMF a refusé d'agréer une société dont le dossier présentait une politique de gestion des conflits d'intérêts non conforme aux dispositions de son règlement général[34] ;
> l'AMF a rejeté une demande d'agrément dont le dossier était incomplet au regard des dispositions des articles R. 532-10[35] et R. 532-11[36] du code monétaire et financier.

Les nouvelles sociétés ont été créées à la demande de personnes physiques pour 32 d'entre elles ; 12 autres sont le fait de grands groupes français, essentiellement bancaires, désireux, notamment, de se positionner sur le nouveau créneau de la gestion immobilière mais aussi de renforcer leur présence dans le capital investissement. 8 sociétés sont issues de groupes bancaires, industriels ou d'assurances étrangers, qui ont souhaité poursuivre (pour 3 d'entre elles) ou inaugurer (s'agissant des 5 autres) leur implantation en France, dans le but d'y développer une ou plusieurs gestions spécialisées (OPCI, FCPR) et/ou techniques (dérivés de crédit, fonds contractuels).

Graphique 2 : répartition des sociétés de gestion agréées en 2007 en fonction de leurs origines



Source : AMF

L'AMF a procédé dans le même temps à 16 retraits d'agrément de société de gestion de portefeuille :
> 15 à la demande de la société, la rationalisation de l'activité de gestion de quelques grands groupes ayant conduit à décider la suppression d'entités dispersées sur le plan régional ou peu actives ;
> 1 à l'initiative de l'AMF, en application de l'article R. 532-10 du code monétaire et financier, la société, agréée en 2005 pour gérer des fonds communs de placement à risques, n'exerçant aucune activité de gestion plus de 12 mois après son agrément.

b) Les approbations de programmes d'activité présentés par des sociétés de gestion existantes

Au 31 décembre 2007, sur les 536 sociétés de gestion existantes :
> 239 possèdent au moins un programme d'activité en gestion spécialisée (capital investissement, épargne salariale et/ou gestion immobilière) ;
> 136 possèdent au moins un programme d'activité en gestion technique (gestion de fonds contractuels, d'ARIAEL, multigestion alternative et/ou utilisation des dérivés complexes).

(34) Articles 313-20 et 313-21 du règlement général de l'AMF.
(35) L'article R. 532-10 dispose que la demande d'agrément est établie sur papier libre et accompagnée d'un dossier conforme au dossier type établi par l'Autorité des marchés financiers et publié au Journal officiel. Ce dossier type comporte les informations à fournir pour l'application des procédures d'agrément et d'approbation de programme d'activité prévues à l'article L. 532-1 et, le cas échéant, pour l'application des procédures prévues aux articles R. 532-25, R. 532-26, R. 532-28 et R. 532-29.
(36) Dès réception d'une demande d'agrément, l'Autorité des marchés financiers vérifie qu'elle est conforme au dossier type prévu au deuxième alinéa de l'article R. 532-10 et, dans l'affirmative, procède à son instruction. L'Autorité peut demander au requérant tous éléments d'information complémentaires nécessaires pour l'instruction du dossier. Le délai imparti à cette autorité est suspendu jusqu'à réception des éléments complémentaires.

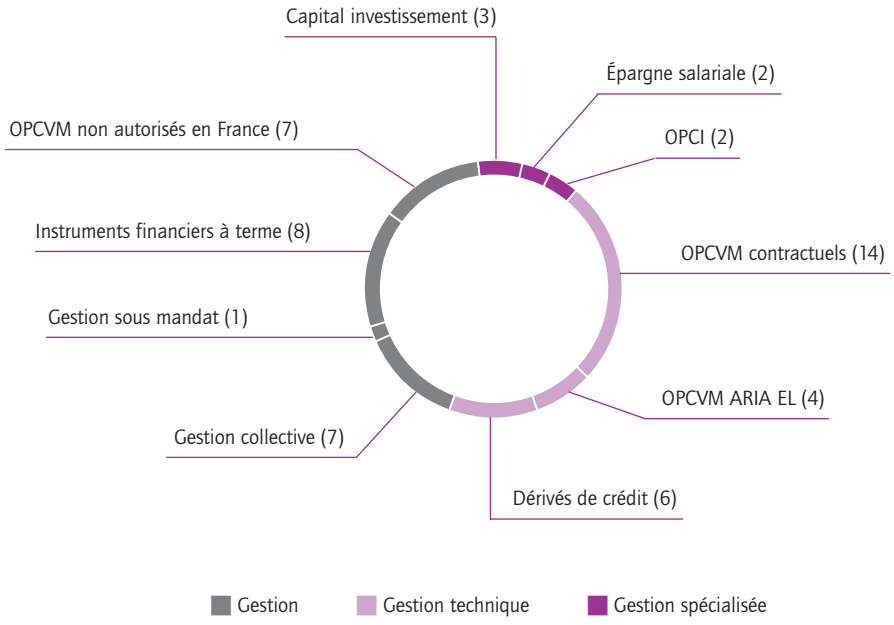
51 sociétés de gestion déjà agréées ont élargi leur domaine de compétence en faisant approuver par l'AMF un total de 58 programmes d'activité de gestion supplémentaires. Ces demandes d'extension ont concerné :

> en priorité, la gestion technique, qui a fait l'objet de 26 programmes représentant 45 % des approbations délivrées, notamment la gestion de fonds contractuels (14), d'ARIAEL (4), la multigestion alternative (1), l'utilisation de dérivés complexes (1) et l'utilisation de dérivés de crédit[37] (6) ;

> l'élargissement de la gestion « classique », qui a donné lieu à la délivrance de 40 % des approbations, selon le cas,
  – à la gestion collective (7) ;
  – à la gestion sous mandat (1) ;
  – à l'utilisation d'instruments financiers à terme (8) ;
  – ou encore à la gestion de fonds d'investissement non autorisés à la commercialisation en France (7) ;

> enfin, la gestion spécialisée qui constitue 15 % des approbations délivrées, dans le capital investissement (4), l'épargne salariale (2) ou la gestion d'OPCI (3).

Graphique 3 : répartition du nombre de programmes d'activité approuvés en 2007 pour les sociétés de gestion existantes



Source : AMF

(37) Le décret n° 2007-1206 a supprimé l'obligation de disposer d'un programme d'activité spécifique pour l'utilisation de dérivés de crédit. Désormais, les sociétés de gestion de portefeuille souhaitant recourir à des dérivés de crédit doivent mettre à jour leur programme d'activité pour l'utilisation de dérivés complexes.

L'AMF a, par ailleurs, approuvé pour la première fois la délégation, par un établissement délégataire d'une société de gestion, de fonctions administratives et comptables vers un pays situé hors de l'Espace économique européen, après s'être assurée :

> de l'absence d'altération de la responsabilité de l'établissement délégataire et de la société de gestion ;
> de la capacité de surveillance, par la société de gestion et l'établissement délégataire, des opérations sous-traitées et la mise en place par ce dernier d'un dispositif de contrôle adapté ;
> de la possibilité, pour l'établissement délégataire de la société de gestion, de mettre fin sans délai à la sous-traitance en cas de nécessité ;
> de l'existence d'une clause permettant à l'AMF d'exercer sa mission.

L'AMF a, en revanche, refusé d'approuver un programme d'activité présenté par une société de gestion en vue d'investir dans des produits structurés pour le compte des portefeuilles individuels gérés par elle au motif que les éléments du dossier ne permettaient pas de démontrer la mise en œuvre d'une procédure de recherche de la meilleure exécution possible des ordres ni l'existence de moyens de valorisation et de suivi des risques adaptés aux produits structurés envisagés.

c) Les autres évolutions du périmètre d'activité des sociétés de gestion

L'AMF a, par ailleurs, approuvé un programme d'activité de réception et transmission d'ordres, présenté par une société de gestion lors de son agrément, et deux programmes d'activité, présentés par des sociétés de gestion de fonds communs de créances agréées, relatifs l'un à la réalisation d'opérations de titrisation synthétique[38], l'autre à la gestion active des créances de fonds communs de créances gérés par la société requérante.

2 > Le passeport européen

Il existe deux catégories de sociétés de gestion, type I et type II :

> le type I correspond aux sociétés qui se placent sous le régime de la directive n° 85/611/CEE modifiée (directive OPCVM)[39] ;
> le type II correspond aux sociétés qui se placent sous le régime de la directive MIF.

Les sociétés de gestion, selon qu'elles sont de type I ou de type II, peuvent faire usage du passeport européen sur le fondement de la directive européenne à laquelle elles se rattachent.

Les sociétés de gestion de type I bénéficient du passeport prévu par la directive n° 85/611/CEE. Les activités susceptibles d'être exercées au titre de la libre prestation de services ou du libre établissement sont la gestion de portefeuille, le conseil en investissement et la commercialisation d'OPCVM. Ce passeport ne permet pas à une société de gestion de créer un OPCVM dans un autre État membre.

Les sociétés de gestion de type II bénéficiaient, jusqu'au 31 octobre 2007, du passeport prévu par la directive Services d'investissement[40] (DSI). Depuis le 1er novembre 2007, elles relèvent du régime prévu par la directive MIF. Les activités susceptibles d'être exercées au titre de la libre prestation de services ou du libre établissement sont la gestion de portefeuille, le conseil en investissement et la réception-transmission d'ordres pour le compte de tiers.

Quel que soit le type de société de gestion, il n'est pas nécessaire de disposer d'un passeport pour gérer par délégation un OPCVM de droit étranger.

(38) Réalisation d'opérations de titrisation synthétique telles que prévues au paragraphe II de l'article 331-9 du règlement général de l'AMF.
(39) Directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM).
(40) Directive 93/22/CEE du Conseil du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières – amendée par la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21/04/2004 concernant les marchés d'instruments financiers.

a) Les notifications de libre établissement

Au cours de l'exercice 2007, 5 notifications de libre établissement dans un autre État de l'Espace économique européen émanant de sociétés de gestion de portefeuille (4 sociétés de gestion de type I et 1 société de gestion de type II) ont été examinées favorablement par l'AMF. L'Allemagne, l'Espagne (à deux reprises), le Royaume-Uni et la Suède ont été les pays d'implantation d'une succursale.

b) Les notifications de libre prestation de services

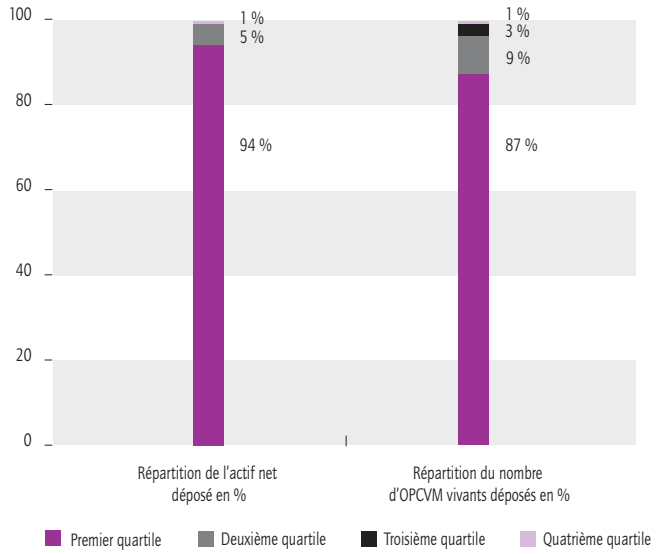
En 2007, 47 notifications de libre prestation de services, émanant de 25 sociétés de gestion de portefeuille (21 sociétés de gestion de type I et 4 sociétés de gestion de type II) ont été examinées favorablement par l'AMF. Treize pays d'Europe ont été concernés par ces notifications de libre prestation de services.

B – Les dépositaires d'OPCVM

Au 31 décembre 2007, comme au 31 décembre 2006, 70 établissements exerçaient les fonctions de dépositaire d'OPCVM contre 80 au 31 décembre 2005 et 84 au 31 décembre 2004.

L'actif net total des OPCVM est inégalement réparti entre les dépositaires. Au 31 décembre 2007, près de 94 % des actifs nets – premier quartile[41] – et 87 % des OPCVM étaient concentrés chez les 17 premiers dépositaires. Cette concentration s'explique par les obligations de maîtrise des risques opérationnels afférentes à la fonction de dépositaire, complexifiées par l'évolution des techniques de gestion mises en œuvre par les OPCVM, qui nécessitent des moyens de contrôle importants.

Graphique 4 : répartition des dépositaires en fonction de leurs actifs, par quartile, au 31 décembre 2007



Source : AMF

(41) Les dépositaires ont été classés en fonction de la taille des actifs nets déposés, dans l'ordre décroissant, et séparés en quatre parts égales. Le premier quart (25 % des dépositaires) concentre près de 94 % des actifs nets et 87 % des OPCVM.

C – Les autres prestataires de services d'investissement

1 > Les avis et les approbations de programmes d'activité

La population des prestataires de services d'investissement (PSI) autres que les sociétés de gestion de portefeuille comprend, d'une part, les entreprises d'investissement, d'autre part les établissements de crédit qui fournissent des services d'investissement.

L'AMF approuve le programme d'activité afférent au seul service d'investissement de gestion de portefeuille avant agrément du PSI par le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI).

Les autres services d'investissement ainsi que les services de tenue de compte conservation et/ou de compensation d'instruments financiers donnent lieu à un avis de l'AMF et transmis au CECEI 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 les services de tenue de compte conservation ou de compensation d'instruments financiers.

Au cours de l'exercice 2007, 19 dossiers ont été soumis au Collège de l'AMF.

Six dossiers concernaient le statut d'établissement de crédit, huit celui d'entreprise d'investissement et cinq 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 se sont inscrits, notamment, dans le cadre d'opérations de restructuration à l'intérieur d'un groupe et d'opérations d'accroissement du périmètre de l'agrément en termes de services exercés.

Concernant les entreprises d'investissement, la majorité des dossiers a porté sur l'extension du périmètre de l'agrément existant et s'est ainsi traduit par l'extension d'un programme d'activité à de nouveaux services d'investissement et/ou à de nouveaux instruments financiers.

b) Les approbations de programmes d'activité

En 2007, un seul programme d'activité portant sur le service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers a été examiné par l'AMF et a donné lieu à une décision d'approbation.

Cette approbation de programme d'activité s'est inscrite dans le cadre d'une opération de restructuration à l'intérieur d'un groupe qui s'est traduite par le transfert des activités de gestion pour le compte de tiers exercées par un établissement de crédit prestataire de services d'investissement – dont l'agrément a été retiré – au profit d'une autre entité dotée également du statut d'établissement de crédit prestataire de services d'investissement.

2 > Les habilitations à l'exercice de l'activité de tenue de compte conservation

Les demandes d'habilitation à la tenue de compte conservation ont émané d'établissements de crédit, étant précisé qu'une demande a été formulée sur le fondement de l'article L. 542-1-5° du code monétaire et financier[42].

(42) Concernant « les personnes morales établies en France ayant pour objet principal ou unique l'activité de conservation ou d'administration d'instruments financiers, ainsi que celles ayant pour objet exclusif d'administrer une ou plusieurs institutions de retraite professionnelle collective ».

3 > Le passeport européen

a) Les notifications de libre établissement

Au cours de l'exercice 2007, 15 notifications de libre établissement, émanant d'une entreprise d'investissement et de 9 établissements de crédit prestataires de services d'investissement, ont été portées, par le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, à la connaissance de l'AMF, qui dispose, aux termes de l'article R. 532-20 du code monétaire et financier, d'un délai d'un mois pour produire d'éventuelles observations. Ces établissements provenaient de 13 États parties à l'accord sur l'Espace économique européen différents.

b) Les notifications de libre prestation de services

En 2007, 171 notifications de libre prestation de services, émanant de 25 prestataires de services d'investissement, ont été portées à la connaissance de l'AMF.

Les 25 déclarants se répartissent en :
> 16 établissements de crédit ;
> 8 entreprises d'investissement ;
> 1 personne morale ayant pour objet exclusif d'administrer une ou plusieurs institutions de retraite professionnelle collective.

La totalité des États parties à l'accord sur l'Espace économique européen a été concernée par ces 171 notifications de libre prestation de services.

3 – Les chiffres clés et le bilan de l'offre de gestion collective en 2007

2007 a été marquée par une diminution du nombre de création d'OPCVM avec 1 360 créations[43], soit une baisse de 7 % par rapport à l'année 2006[44]. En 2007 :
> 1 124 agréments d'OPCVM ont été délivrés, en baisse de 9,9 % par rapport à 2006[45];
> 236 OPCVM ont fait l'objet d'une déclaration auprès de l'AMF, en augmentation de 12 % par rapport à 2006[46].

A – Le bilan 2007 des OPCVM à vocation générale

1 > Les agréments des OPCVM à vocation générale

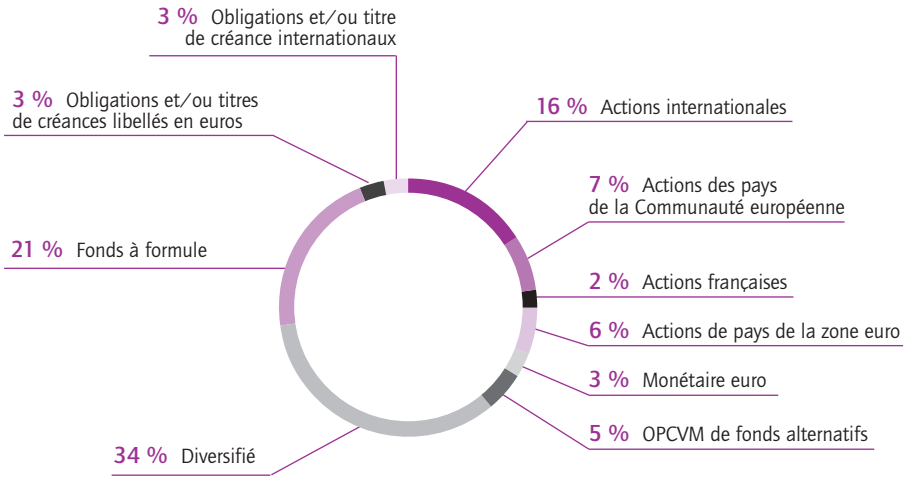
a) Les créations

Sur les 1 124 agréments délivrés, 831 concernent des OPCVM à vocation générale[47].

Comme les années précédentes, la quasi-totalité des créations d'OPCVM à vocation générale sont des fonds communs de placement (FCP), seules 63 SICAV ayant été agréées. Le nombre de SICAV agréées a augmenté de 133 % en 2007, alors que le nombre de FCP agréés a diminué de 18 % par rapport à 2006.

(43) Les créations comprennent les agréments et les déclarations d'OPCVM.
(44) En 2006, le nombre de créations d'OPCVM était de 1 458.
(45) En 2006, le nombre d'OPCVM agréés était de 1 247.
(46) En 2006, 211 OPCVM ont fait l'objet d'une déclaration auprès de l'AMF.
(47) Au 31 décembre 2006, le nombre d'OPCVM à vocation générale était de 960.

Graphique 5 : répartition par classification du nombre d'agréments délivrés aux OPCVM à vocation générale en 2007



Source : AMF

Tableau 5 : OPCVM à vocation générale agréés en 2007 selon leur classification

Classification	Nombre d'OPCVM agréés en 2006	Nombre d'OPCVM agréés en 2007	% d'évolution constaté entre 2005 et 2006
Actions de pays de la zone euro	68	46	- 32,4 %
Actions des pays de la Communauté européenne	44	58	31,8 %
Actions françaises	21	18	- 14,3 %
Actions internationales	159	126	- 20,8 %
Diversifié	325	262	- 19,4 %
Fonds à formule	159	168	5,7 %
Monétaire euro	27	26	- 3,7 %
Monétaire à vocation internationale	2	1	- 50,0 %
Obligations et titres de créance internationaux	30	23	- 23,3 %
Obligations et titres de créance libellés en euro	76	59	- 22,4 %
OPCVM de fonds alternatifs	49	44	- 10,2 %
Total	**960**	**831**	**- 13,4 %**

Source : AMF

b) Les mutations

Les transformations ayant donné lieu à agrément sont au nombre de 4 281. Par rapport à 2006, ce nombre est en forte diminution de près de 36 %. Le nombre des mutations varie d'une année à l'autre de manière plus ou moins importante en raison de facteurs conjoncturels comme, par exemple, des opérations de restructuration ou de rationalisation de gamme au sein des groupes financiers.

Les agréments de fusion entre OPCVM diminuent en 2007 avec 440 opérations, contre 508 en 2006.

11 % des mutations concernaient des opérations de restructuration comprenant les opérations de fusion/absorption, de scission et d'apport partiel d'actifs.

La liste des mutations soumises à agrément figure dans l'instruction AMF n° 2005-01 du 25 janvier 2005.

2 > Les déclarations d'enregistrement

Deux types d'OPCVM sont soumis à un régime de déclaration : les OPCVM contractuels et les FCPR à procédure allégée.

En 2007, 236 OPCVM ont fait l'objet d'une déclaration auprès de l'AMF.

L'année 2007 a confirmé le succès des OPCVM contractuels qui sont au nombre de 119 (dont 3 SICAV et 116 FCP).

Les autres OPCVM soumis à la procédure de déclaration sont au nombre de 117 FCPR à procédure allégée, ce qui représente une progression de 42,7 % par rapport à 2006.

Tableau 6 : nombre de déclarations reçues au cours de l'année 2007

Type de produit	Nombre de déclaration
FCP contractuel	116
FCPR allégé	117
dont FCPI allégé	0
SICAV contractuelle	3
Total	**236**

Source : AMF

Tableau 7 : nombre d'OPCVM soumis à la procédure de déclaration existants au 31 décembre 2007

OPCVM à procédure allégée	
SICAV	15
FCP	315
OPCVM contractuels	
SICAV	12
FCP	284
FCPR à procédure allégée	
FCPI	1
FCPR	469

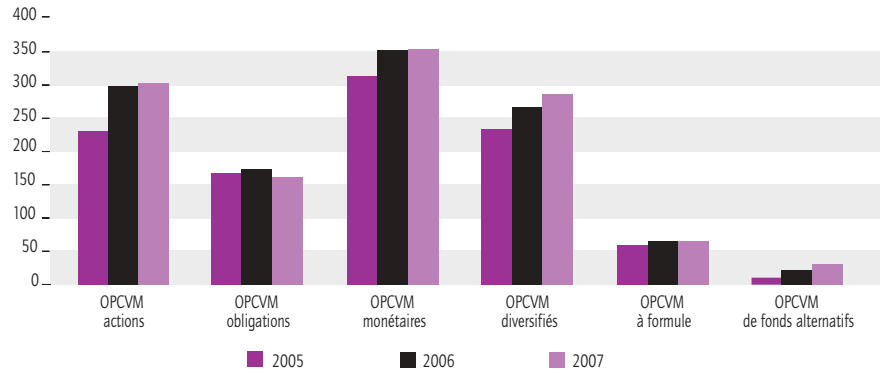
Source : AMF

3 > L'évolution des encours : une stabilisation

L'encours des OPCVM à vocation générale s'est stabilisé en 2007 après une forte hausse en 2006. Hors OPCVM nourriciers, il s'établissait à 1 246,6 milliards d'euros fin 2007 contre 1 242,3 milliards d'euros fin 2006.

Si l'on tient compte de l'encours des OPCVM nourriciers, le montant total de l'actif net des OPCVM à vocation générale s'élevait à 1 351,6 milliards d'euros fin 2007 contre 1 343,4 milliards d'euros au 31 décembre 2006.

Graphique 6 : évolution des encours des OPCVM à vocation générale (hors OPCVM nourriciers) entre 2005, 2006 et 2007 répartis par catégorie



Source : AMF

La répartition des encours et du nombre des OPCVM (hors OPCVM nourriciers) par catégorie est disponible depuis 2000 sous forme de tableau en annexe 3.

a) L'analyse selon la classification des OPCVM

En 2007, les tendances d'évolution des encours globaux ont varié en fonction des classes d'actifs.

La tendance à l'internationalisation des portefeuilles dans les catégories actions, constatée depuis 2004, se poursuit puisque plus de 83 % de leurs encours appartiennent aux catégories actions des pays de la Communauté européenne, actions de pays de la zone euro ou actions internationales. En revanche, la part des portefeuilles investie dans la catégorie actions françaises diminue de 18 %.

Contrairement à 2006, les OPCVM obligataires ont vu leurs encours diminuer. Les encours des OPCVM diversifiés ont augmenté de 2 % en 2007.

b) L'analyse selon la taille des encours des OPCVM

Fin 2007, 58 % des OPCVM agréés existants géraient des encours inférieurs à 50 millions d'euros. La totalité des encours gérés par ces OPCVM ne représentait que 7 % de l'encours total des OPCVM à vocation générale.

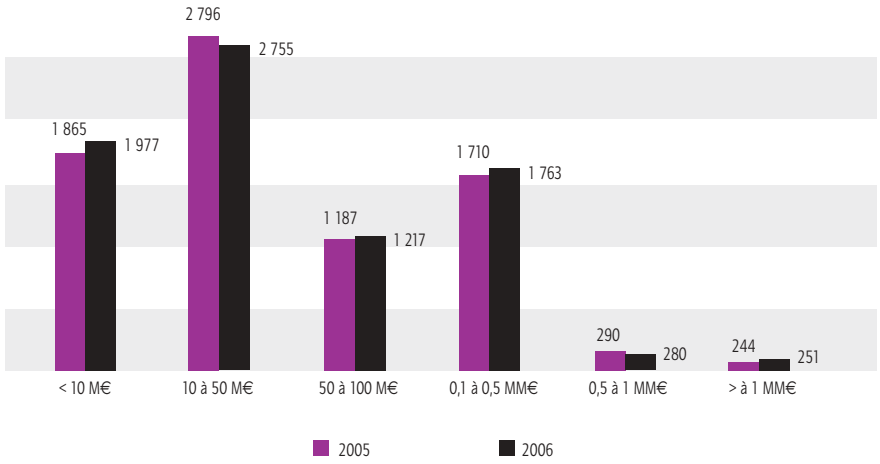
Les OPCVM dont l'actif est supérieur à un milliard d'euros représentaient 3 % du nombre total des OPCVM et 44 % de l'encours total.

Toutes classifications confondues, la plus grande partie de l'encours total se concentrait dans un

nombre restreint d'OPCVM.

Plus de 50 % des OPCVM agréés en 2007 avaient des encours inférieurs à 10 millions d'euros en fin d'année et 4 % avaient des encours supérieurs à 1 milliard d'euros, confirmant ainsi l'orientation du

Graphique 7 : répartition du nombre d'OPCVM en fonction de la taille de leurs encours entre 2006 et 2007



Source : AMF

marché vers la création de fonds de petite taille.

La répartition des OPCVM en fonction de la taille de leurs encours peut être analysée pour chaque classe d'OPCVM. La taille des fonds, qui concentre les encours gérés, varie en fonction de la classe d'OPCVM (tableau 7). Pour les OPCVM monétaires, 80 % des actifs sont gérés par des fonds d'une taille supérieure à 1 milliard d'euros. 68 % des fonds diversifiés gèrent des encours inférieurs à 50 millions d'euros. Ces encours ne représentent que 12 % de l'actif total géré par les fonds diversifiés (tableau 8).

B – Le bilan 2007 des autorisations de commercialisation d'OPCVM de droit étranger

Au cours de l'année 2007, 885 OPCVM ou compartiments coordonnés[48] de droit étranger ont bénéficié d'une autorisation de commercialisation en France délivrée par l'AMF, en hausse de plus de 14 %, confirmant la montée en puissance de l'activité depuis 2006.

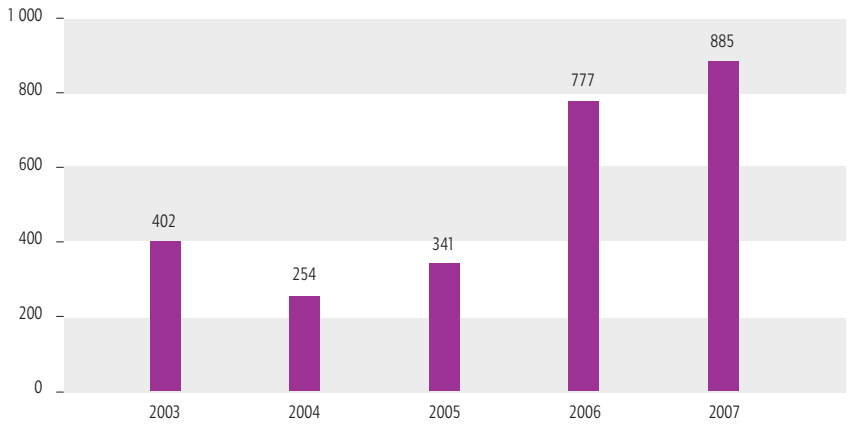
(48) OPCVM ou compartiments coordonnés (conformes à la directive 85/611/CEE) agréés au sein de l'un des États parties à l'accord sur l'Espace économique européen.

Tableau 8 : répartition des OPCVM par classification en fonction de la taille de leurs encours au 31/12/2007 (y compris OPCVM nourriciers)

Actif net et nombre d'OPCVM (y compris nourriciers)	> 1 MM		[0,5 – 1] MM		[0,1 – 0,5] MM		[50 – 100] M		[10 – 50] M		< 10 M		TOTAL GÉNÉRAL	
Encours en milliards d'euros au 31/12/2007	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours
Actions françaises	10	22,0	18	12,3	71	15,0	33	2,3	88	2,4	57	0,3	277	54,3
Actions des pays de la Communauté européenne	9	13,3	16	10,7	96	22,3	54	3,7	135	3,7	87	0,6	397	54,3
Actions de pays de la zone euro	16	37,0	15	10,4	148	33,2	85	6,3	147	4,0	96	0,5	507	91,4
Actions internationales	18	33,6	31	22,1	240	52,0	197	14,3	357	9,9	238	1,2	1 081	133,1
Obligations et/ou titres de créance libellés en euros	21	29,3	33	21,8	230	51,1	142	9,6	304	8,6	166	0,7	896	121,1
Obligations et/ou titres de créance internationaux	10	24,2	6	4,1	83	17,5	68	5,0	97	2,7	44	0,2	308	53,7
Monétaire euro	122	343,5	51	35,4	157	40,8	62	4,8	97	3,2	72	0,4	561	428,1
Monétaire à vocation internationale	0	0,0	0	0,0	7	1,5	2	0,2	6	0,1	2	0,0	17	1,8
Diversifié	39	74,2	86	62,0	478	101,9	367	27,9	1 123	30,1	979	4,7	3 072	300,8
Garanti ou assorti d'une protection	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	1	0,0	7	0,1	8	0,1
Fonds à formule	3	4,4	12	8,1	188	41,7	165	12,4	275	7,9	125	0,6	768	75,1
OPCVM de fonds alternatifs	3	6,6	12	8,0	65	12,8	42	3,0	125	7,0	104	0,4	351	37,8
TOTAL	**251**	**588,1**	**280**	**194,9**	**1 763**	**389,8**	**1 217**	**89,5**	**2 755**	**79,6**	**1 977**	**9,7**	**8 243**	**1 351,6**
Pourcentage	3,0 %	43,5 %	3,4 %	14,4 %	21,4 %	28,8 %	14,8 %	6,6 %	33,4 %	5,9 %	24,0 %	0,7 %	100,0 %	100,0 %

Source : AMF

Graphique 8 : évolution du nombre d'autorisations de commercialisation délivrées depuis 2003

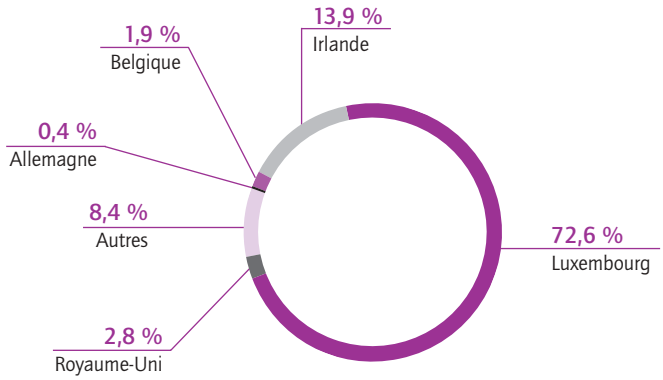


Source : AMF

Au 31 décembre 2007, le nombre des OPCVM et de compartiments d'OPCVM autorisés à la commercialisation en France s'élevait à 4 624.

Le Luxembourg représentait près de 73 % des OPCVM et des compartiments d'OPCVM autorisés à la commercialisation en France, suivi par l'Irlande puis le Royaume-Uni.

Graphique 9 : répartition (en %) par pays d'origine des OPCVM européens coordonnés autorisés à la commercialisation en France



Source : AMF

C – Le bilan 2007 des OPCVM à statut particulier

1 > Les OPCVM à règles d'investissement allégées avec ou sans effet de levier

Les OPCVM à règles d'investissement allégées sans effet de levier (ARIA simples) dérogent, notamment, aux règles de dispersion des risques et d'emprise de droit commun. Les OPCVM à règles d'investissement allégées avec effet de levier (ARIA EL) bénéficient, en outre, de la possibilité de mettre en œuvre un effet de levier plus important que les autres OPCVM.

Pour pouvoir gérer des OPCVM ARIA EL, les sociétés de gestion doivent au préalable faire approuver par l'AMF un programme d'activité spécialisé.

Au 31 décembre 2007, on dénombrait 106 OPCVM ARIA avec ou sans effet de levier, représentant un encours de plus de 13 milliards d'euros[49]. Ils se répartissent comme indiqué dans le tableau ci-dessous.

Tableau 9 : comparatif du nombre d'OPCVM ARIA simples et ARIA à effet de levier par rapport à leur niveau d'encours au 31/12/2007

	Nombre d'OPCVM au 31/12/2007	Encours au 31/12/2007 (en milliards d'euros)
OPCVM ARIA simple	80	9,9
OPCVM ARIA EL	26	3,2

Source AMF

2 > Les OPCVM de fonds alternatifs

Les OPCVM ARIA de fonds alternatifs présentent la particularité d'être investis à plus de 10 % en fonds alternatifs. Avec les nouvelles règles de division des risques[50], ils doivent être investis dans au moins 9 fonds différents.

L'investissement dans des fonds alternatifs par une société de gestion de portefeuille requiert au préalable l'approbation par l'AMF d'un programme d'activité spécialisé et ce dès le premier euro investi dans un fonds d'investissement alternatif non autorisé à la commercialisation en France. Ce programme présente notamment les modalités de leur gestion (sélection et suivi des fonds alternatifs) et les outils de maîtrise de leurs risques.

Au 31 décembre 2007, on dénombrait 168 OPCVM ARIA de fonds alternatifs pour un encours global de plus de 23 milliards d'euros, en progression de 19 % par rapport à 2006 où l'on en comptait 141. Cette tendance est également constatée sur les encours.

3 > Les OPCVM contractuels

Les OPCVM contractuels ont été créés par la loi de sécurité financière[51]. Leurs règles d'investissement et de gestion sont définies librement dans leur prospectus. Ils peuvent ainsi être investis dans des instruments financiers cotés ou non cotés, français ou étrangers, et mettre en œuvre des stratégies présentant un profil de risque agressif. Ils ne font pas l'objet d'un agrément de l'AMF. Comme les OPCVM ARIA, les OPCVM contractuels sont réservés à des investisseurs avertis.

La gestion d'OPCVM contractuels requiert l'approbation préalable d'un programme d'activité spécialisé.

(49) Au 31 décembre 2006, on dénombrait 81 OPCVM ARIA avec ou sans effet de levier gérant un encours de plus de 12 milliards d'euros.
(50) Décret n° 2007-1206 en date du 10 août 2007.
(51) Loi de sécurité financière n° 2003-706 du 1er août 2003.

Au 31 décembre 2007, l'AMF recensait 296 OPCVM contractuels représentant un encours de 15 milliards d'euros contre 149 OPCVM contractuels pour 8 milliards d'encours en 2006[52]. L'encours géré par les OPCVM contractuels a ainsi augmenté de 87 % en 2007.

4 > Les fonds communs d'investissement sur les marchés à terme (FCIMT)

a) Les créations

Le nombre de FCIMT s'établissait à 27, contre 29 fin 2006, avec la création de 4 fonds en 2007 et la disparition de 6 fonds.

b) L'évolution des encours

L'encours total des FCIMT s'élevait à 512,2 millions d'euros contre 671,1 millions d'euros

en 2006, soit une diminution de 23,7 %. Un seul fonds a un encours supérieur à 100 millions d'euros. Cette évolution est sans doute à rapprocher du développement de nouveaux véhicules de placement à fort effet de levier (OPCVM ARIA EL, OPCVM contractuels) qui viennent concurrencer les FCIMT.

5 > Les OPCVM d'épargne salariale

a) Les agréments initiaux

Au 31 décembre 2007, 2 868 FCPE étaient en activité contre 2 845 au 31 décembre 2006. 71 % sont des fonds individualisés ou individualisés de groupe (FCPE réservés à une entreprise ou un groupe d'entreprises liées) ; 29 % sont des fonds multientreprises. Il existe également une SICAV d'actionnariat salarié. En 2007, le nombre de créations de FCPE a diminué de 4 %, passant de 240 à 231.

90 FCPE agréés en 2007 sont investis en titres de l'entreprise[53] et représentent 39 % des FCPE et 56 % des fonds individualisés ou individualisés de groupe agréés en 2007.

Parmi les fonds multientreprises agréés en 2007, on note la prédominance des fonds diversifiés, qui ont constitué 50 % des fonds agréés en 2007 (contre 29 % en 2006).

Parmi les fonds individualisés ou individualisés de groupe agréés en 2007, on note :

> une prédominance des fonds investis en titres cotés de l'entreprise. En effet, ces derniers représentaient 50 % des fonds agréés en 2007 (soit 80 fonds) ;
> la création de 49 fonds relais[54], tous investis en titres cotés de l'entreprise ;
> un nombre important de fonds à formule, représentant un peu plus de 30 % des agréments en 2007. La quasi-totalité de ces FCPE sont des fonds à effet de levier qui présentent la particularité d'offrir une performance liée à celle des titres d'une entreprise. Ces fonds viennent le plus souvent en complément d'une offre plus classique de FCPE investis en titres cotés de l'entreprise.

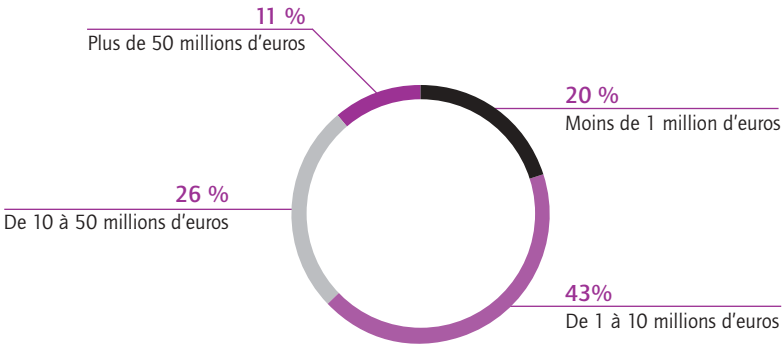
b) L'évolution des encours

L'encours global des FCPE s'est élevé à 87,4 milliards d'euros au 31 décembre 2007. Cet encours a progressé de 7 % en 2007[55].

En termes de répartition de niveau d'actif par OPCVM d'épargne salariale, on constate que seuls 11 % des OPCVM d'épargne salariale ont un encours supérieur à 50 millions d'euros. Plus de 63 % des OPCVM d'épargne salariale ont un actif inférieur à 10 millions d'euros.

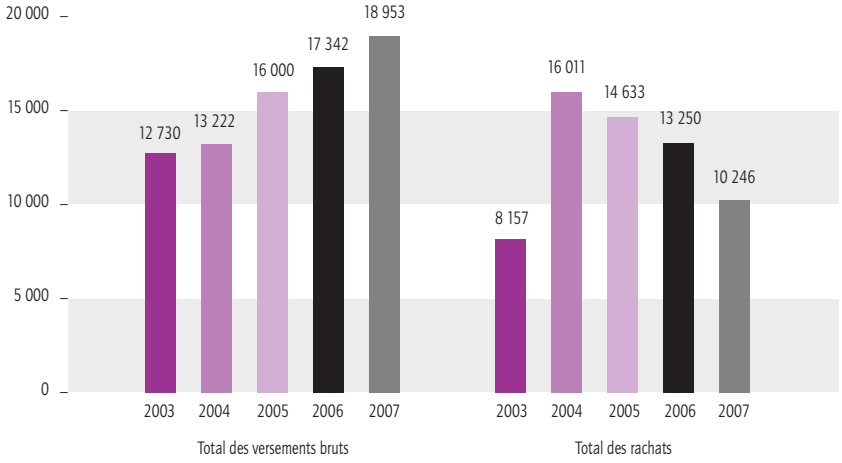
(52) Depuis 2007, les OPCVM à procédures allégées ayant fourni un prospectus sont considérés comme contractuels.
(53) Il s'agit des fonds répondant aux classifications suivantes : FCPE investis en titres cotés de l'entreprise, FCPE investis en titres non cotés de l'entreprise, FCPE investis en titres cotés et non cotés de l'entreprise, FCPE investis à moins d'un tiers en titres cotés de l'entreprise, FCPE investis à moins d'un tiers en titres non cotés de l'entreprise.
(54) Les fonds relais sont constitués en vue de souscrire à des opérations d'augmentation de capital réservés aux salariés.
(55) L'encours global des FCPE s'élevait à 81,6 milliards d'euros au 31 décembre 2006.

Graphique 10 : répartition des FCPE selon l'importance de l'actif au 31 décembre 2007



Source : AMF

Graphique 11 : évolution du total des versements et de rachats depuis 2003 (en millions d'euros)



Source : AMF

Le niveau des versements bruts a augmenté de 9,3 % en 2007 alors que le montant des rachats tend à diminuer par rapport à 2006.

Tableau 10 : décomposition Actif net des FCPE au 31 décembre 2007

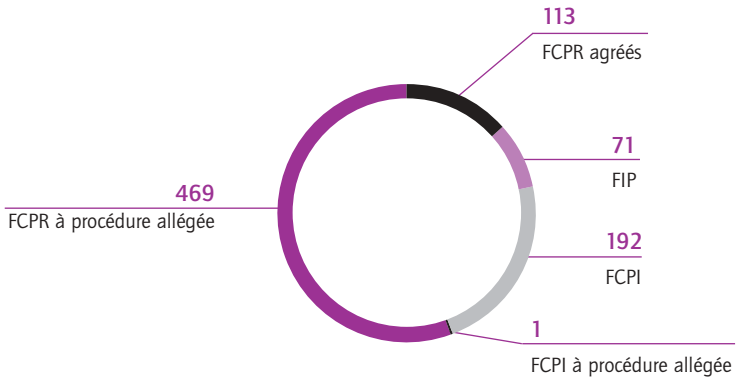
	En millions d'euros	% actif net
Titres de l'entreprise	40 307	46,1 %
Obligations de l'entreprise	2 222	2,5 %
Actions de SICAV et parts de FCP	27 098	31,0 %
Parts de FCC	36	0,0 %
Actions françaises et assimilées (hors titres de l'entreprise)	4 133	4,7 %
Actions pays zone euro et assimilées	3 378	3,9 %
Obligations et assimilées	6 210	7,1 %
Valeurs hors zone euro	1 305	1,5 %
Produits dérivés	9	0,0 %
Titres de créance négociables	2 939	3,4 %
Liquidités et autres emplois	803	0,9 %
Emprunts et autres dettes	- 990	- 1,1 %
Total actif net	87 450	100,0 %

Source : AMF

6 > Les OPCVM de capital investissement

Au 31 décembre 2007, il existait 846 fonds communs de placement à risques (FCPR) en activité (contre 741 FCPR au 31 décembre 2006), composé à 23 % de fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) et à 8 % de fonds d'investissement de proximité (FIP).

Graphique 12 - Répartition par catégorie du nombre d'OPCVM de capital investissement existants au 31 décembre 2007

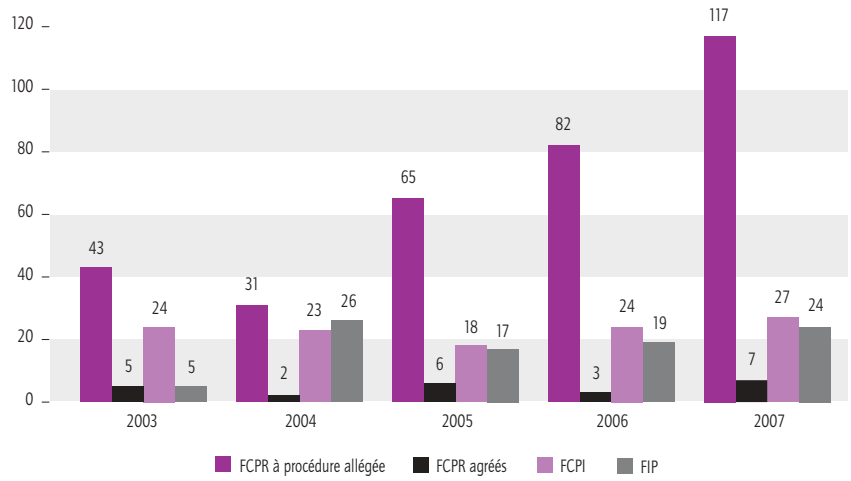


Source : AMF

a) Les agréments délivrés à la création

En 2007, 58 FCPR ont fait l'objet d'un agrément, contre 46 l'an dernier. La hausse du nombre d'agréments concerne les FIP, dont le nombre d'agréments délivrés en 2007 est de 24 contre 19 en 2006, et les FCPI, dont le nombre d'agréments passe à 27 en 2007, contre 19 l'année dernière.

Graphique 13 : nombre de créations d'OPCVM de capital investissement



Source : AMF

b) Les déclarations

En 2007, 117 FCPR bénéficiant d'une procédure allégée ont fait l'objet d'une déclaration auprès de l'AMF, en progression de 43 % par rapport à 2006 (82 en 2006 et 65 en 2005). Cette augmentation illustre le dynamisme du secteur d'activité du capital investissement.

c) L'évolution des encours

La somme totale de l'actif net sous gestion dans les véhicules de capital investissement s'élevait au 31 décembre 2007 à 30 milliards d'euros, soit une hausse de 18 % par rapport à l'année précédente[56]. Au cours de cette année, la libération des engagements de souscription[57] a représenté 7 milliards d'euros et les fonds ont collecté[58] 22 milliards d'euros.

Les produits créés en 2007 totalisent une levée de fonds de 13,4 milliards d'euros, en progression de 43 % par rapport à 2006.

(56) Au 31 décembre 2006, la somme totale de l'actif net sous gestion dans les véhicules de capital investissement s'élevait à 25,5 milliards d'euros.
(57) Il s'agit des engagements de souscriptions, recueillis en 2006 ou antérieurement, qui ont été libérés durant l'année 2007.
(58) Il s'agit des engagements de souscriptions, libérés ou non, recueillis au cours de l'année 2007.

D – Le bilan 2007 des autres véhicules d'épargne et biens divers

1 > Les sociétés civiles de placements immobiliers (SCPI)

Au 31 décembre 2007, il existait 38 sociétés de gestion de SCPI et de portefeuille exerçant une activité de gestion de SCPI.

À l'occasion de la création des OPCI, 9[59] sociétés de gestion de SCPI ont vu leur numéro d'agrément retiré à la suite de leur agrément en tant que société de gestion de portefeuille et une autre du fait de son absorption par une société de gestion de portefeuille ayant obtenu une extension d'agrément pour la gestion de ce nouveau type de produit.

a) La collecte et les encours

La collecte brute s'est élevée en 2007 à 1 599,4 millions d'euros, contre 1 386,2 millions d'euros en 2006.

La collecte primaire s'effectue par voie d'augmentation de capital. En 2007, 46 sociétés ont procédé à des levées de fonds pour 1 282 millions d'euros, contre 1 104 millions d'euros en 2006.

En hausse de 16 % par rapport à 2006, cette collecte a été réalisée à hauteur de 87 % par des SCPI investies en immobilier d'entreprise, le solde ayant été réalisé par des SCPI fiscales d'habitation.

52 % de la collecte a été réalisée par 14 SCPI, gérées par trois sociétés de gestion appartenant à deux groupes.

Par ailleurs, le montant des échanges de parts intervenus par le biais du dispositif d'échange mis en place au quatrième trimestre de l'année 2002, obtenu en multipliant le nombre de parts échangées par le prix de souscription ou le prix d'exécution à la fin 2007, est de 317,4 millions d'euros, contre 282,2 millions d'euros en 2006.

La capitalisation totale des SCPI, obtenue en multipliant le nombre de parts par le prix de la part au 31 décembre 2007, s'élève à cette date à 16,9 milliards d'euros, contre 14,9 milliards d'euros fin 2006.

Fin 2007, la collecte des SCPI à capital variable ou des SCPI à capital fixe en cours d'augmentation de capital s'élevait à 8,3 milliards d'euros, contre 6,3 milliards d'euros en 2006. La capitalisation des SCPI à capital fixe ferme s'élevait à 8,6 milliards d'euros.

b) La politique d'investissement

Le montant des acquisitions réalisées par les SCPI en 2007 s'élevait à 1,5 milliard d'euros, contre 1,6 milliard d'euros en 2006 ; ces acquisitions ont porté pour 61 % sur l'immobilier de bureaux situés, pour 36 % en région parisienne et pour 23 % en province.

Cette année, 8 SCPI fiscales (1 s'inscrivant dans le cadre fiscal « Robien recentré », 3 dans le dispositif « Borloo », 3 dans le dispositif « Malraux » et 1 dans le dispositif « Girardin »), et 3 SCPI d'immobilier d'entreprise « classique », dont 2 à capital variable, ont été constituées. Elles ont collecté 98 millions d'euros, soit 8 % de la collecte.

(59) Ce chiffre tient compte d'une demande de retrait enregistrée en 2007 mais dont la date d'effet a été enregistrée au 6 février 2008.

c) Le marché secondaire

À la fin de l'année 2007, 81 500 parts étaient en attente de revente, soit 0,19 % de la totalité des parts de SCPI. Ce chiffre est en hausse par rapport à celui de la fin 2006.

En 2007, 900 000 parts ont été échangées, contre 847 000 parts en 2006, ce qui représente 2,06 % de la totalité des parts, contre 2 % en 2006.

52 SCPI à capital fixe fermées ont vu le prix de leurs parts augmenter en moyenne de 11 % en 2007, tandis que 9 ont connu une baisse en moyenne de 14 %. Pour 30 SCPI à capital variable ou fixe en période d'augmentation de capital, le prix de souscription a augmenté en moyenne de 8 %, contre 10,5 % en 2006.

d) Les opérations concernant les SCPI

En 2007, l'AMF a délivré 31 visas à des SCPI, contre 23 en 2006 :
> 11 à l'occasion de l'ouverture au public d'une SCPI ;
> 10 à l'occasion de mise à jour de notes d'information consécutives à des augmentations de capital ou à l'occasion de l'émission d'un montant supplémentaire de SCPI à capital fixe ;
> 10 dans le cadre de mise à jour à la suite d'une refonte complète de notes d'information.

Au 31 décembre 2007, le nombre de SCPI s'élevait à 127, contre 129 en 2006.

Le nombre de dissolutions est en légère baisse par rapport à 2006. 10 SCPI ont en effet été dissoutes, contre 14 en 2006. Au 31 décembre 2007, 58 SCPI étaient en cours de dissolution.

Une SCPI a été transformée en SPPICAV à règles de fonctionnement allégées et une SCPI a fait l'objet d'une fusion-absorption.

2 > Les organismes de placements collectif immobiliers

12 OPCI, sous forme de société de placement à prépondérance immobilière à capital variable (SPPICAV) à règles de fonctionnement allégées avec effet de levier, ont été agréés, au 31 décembre 2007.

3 > Les fonds communs de créance (FCC)

a) Les sociétés de gestion de fonds communs de créances

Au 31 décembre 2007, on comptait 6 sociétés de gestion de fonds communs de créances.

En 2007, une société de gestion de FCC a obtenu un agrément pour la gestion de fonds communs de créances recourant de manière passive[60] à des instruments financiers à terme en vue de s'exposer à des risques de crédit.

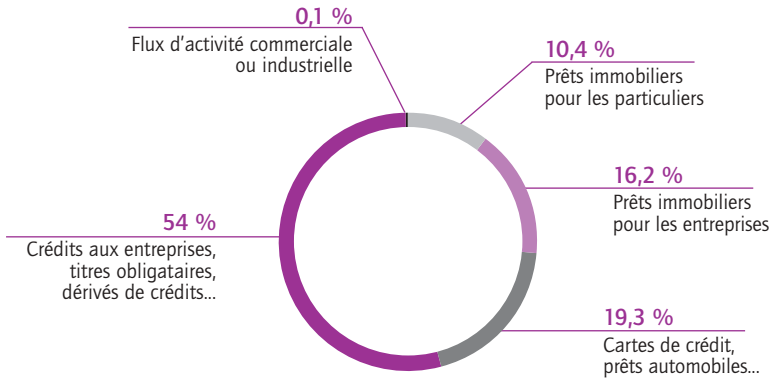
b) Les fonds communs de créances

Au 31 décembre 2007, on dénombrait 185 FCC ou compartiments (contre 193 fin 2006), représentant un encours global de 107 milliards d'euros (contre 77,4 milliards fin 2006, soit une progression de 38 %). Les émissions des FCC se sont élevées à près de 59 milliards d'euros en 2007, dont 10 milliards d'euros dans le cadre d'appels publics à l'épargne.

(60) Au sens du II. de l'article 331-9 du règlement général de l'AMF.

Fin 2007, l'encours global se répartissait en fonction de différentes catégories d'actifs sous-jacents de la manière suivante.

Graphique 14 : répartition de l'encours des FCC en fonction des catégories d'actifs sous-jacents au 31 décembre 2007



Source : AMF

4 > Les sociétés pour le financement de l'industrie cinématographique et audiovisuelle (SOFICA)

Sur la base d'une enveloppe fiscale globale de 63,07 millions d'euros allouée par le ministère de l'Économie, des Finances et de l'Emploi, l'AMF a délivré 14 visas en 2007 :

> 11 visas à l'occasion de la constitution de SOFICA pour un montant de 52,75 millions d'euros ;

> 3 à l'occasion d'augmentations de capital de SOFICA pour un montant de 10,32 millions d'euros.

Les sommes collectées au cours de l'année 2007 se sont élevées à 63,07 millions d'euros, en baisse de 4 % par rapport à 2006, année au cours de laquelle la collecte a atteint 65,68 millions d'euros.

5 SOFICA font l'objet d'un engagement de rachat à terme de leurs actions. Pour 2 d'entre elles, cet engagement émane d'établissements financiers, et, pour les 3 autres, de sociétés commerciales.

5 > Les sociétés pour le financement de la pêche artisanale (SOFIPÊCHE)

Ces sociétés anonymes ont pour objet exclusif l'achat en copropriété de navires de pêche exploités de façon directe et continue par des artisans pêcheurs ou des sociétés de pêche artisanale répondant à certaines conditions. Elles bénéficient du dispositif de déduction fiscale prévu par l'article 27 de la loi du 18 novembre 1997 sur la pêche maritime et les cultures marines. L'AMF a délivré 1 visa en 2007. Il n'y en avait pas eu en 2006. Le montant recueilli auprès du public s'élève à 1,8 million d'euros.

Au terme de la période d'engagement légale de cinq ans, la SOFIPÊCHE devra céder ses parts de copropriété de navire aux artisans pêcheurs. Dans l'hypothèse où les artisans pêcheurs ne pourraient procéder, en tout ou partie, à cette acquisition, un cautionnement solidaire a été accordé par un établissement bancaire afin de réaliser celle-ci.

4 – L'évolution des infrastructures de marché

Au cours de l'année 2007, l'AMF, en coordination étroite avec les autres autorités compétentes de régulation et de supervision des groupes Euronext, Euroclear France et de LCH.Clearnet SA[61], a évalué les projets suivants :

> Euronext, l'entreprise de marché, a modifié en 2007 son algorithme de négociation afin de fournir à ses clients un nouveau service d'appariement interne des ordres, en prévision des possibilités offertes par la directive MIF. De plus, Euronext a révisé ses règles afin de tenir compte de façon plus générale des évolutions réglementaires liées à l'entrée en vigueur de cette directive.

> LCH.Clearnet SA a mis en œuvre essentiellement deux projets, le premier destiné à renforcer son dispositif de gestion des risques par le calcul et les appels de « fonds complémentaires » intrajournaliers, le second pour élargir son périmètre d'activité sur les titres de dettes d'État.

> Euroclear France a migré du système de règlement livraison RGV2 vers le système ESES[62] France (cf. *infra* page 180).

A – L'activité et la régulation de l'entreprise de marché Euronext

Les principales modifications des règles de marché d'Euronext intervenues en 2007 ont été effectuées en raison de l'entrée en vigueur de la directive MIF le 1er novembre 2007.

Ces modifications ont répondu à un double objectif de mise à jour, afin de tenir compte des obligations induites par les dispositions de la directive MIF, mais également d'évolution, permettant de faire face au nouveau contexte concurrentiel résultant de cette directive.

Parmi les modifications les plus importantes, il convient de noter :

> la mise en place d'un service d'appariement interne des ordres *(internal matching facility)* ;

> la modification des règles harmonisées d'admission des membres ;

> la modification des règles harmonisées de négociation concernant les transactions hors carnet.

1 > Le service d'appariement interne

Du fait de la possibilité d'internalisation systématique des ordres offerte par la directive MIF, les prestataires de services d'investissement peuvent, désormais, exécuter des ordres de clients « en interne », sans les présenter au marché.

En prévision de l'entrée en vigueur de cette disposition, et afin d'inciter les membres du marché à continuer de produire leurs ordres dans le carnet d'ordres central plutôt qu'à les exécuter en interne, Euronext a procédé, en septembre 2007, à la modification de son algorithme de négociation qui fixe les principes de priorité des ordres, et des règles afférentes.

Auparavant, les ordres exécutés dans le carnet d'ordres central d'Euronext étaient classés selon une priorité « prix-temps ». En application de ce principe de « priorité », dès la fin du *fixing* d'ouverture et pour les valeurs cotées en continu, chaque nouvel ordre était confronté immédiatement aux ordres de sens inverse disponibles dans le carnet d'ordres afin de vérifier si son exécution était possible, en tenant compte d'abord du prix, puis, à prix égal, de l'heure d'entrée de l'ordre dans le système de négociation.

(61) Le Collège des régulateurs d'Euronext comprend l'AFM *(Authority for the Financial Markets)*, l'AMF, la CBFA (Commission bancaire et financière et des assurances), la CMVM (*Comissão do Mercado de Valores Mobiliários)* et la FSA (La *Financial Services Authority*). Le Comité de coordination de la compensation, regroupe, pour la supervision de LCH.Clearnet SA, les régulateurs français belge, néerlandais et portugais, ainsi que la Banque de France, la BNB (Banque nationale de Belgique), la Banque du Portugal, la Commission bancaire, le CECEI et la DNB *(de Nederlandsche Bank)*. Les autorités compétentes du groupe LCH.Clearnet comprennent par ailleurs le FSA et la Banque d'Angleterre. Enfin, le Comité des autorités compétentes d'Euroclear regroupe les régulateurs et banques centrales belges, britanniques, français et néerlandais. Les régulateurs et banque centrale irlandais participent en qualité d'observateurs.

(62) ESES *(Euroclear Settlement of Euronext-Zone Securities)*.

Le nouveau modèle de marché proposé consiste à offrir aux membres la possibilité d'opter pour une nouvelle règle de priorité « prix-membre-temps » : à la meilleure limite, l'ordre d'un membre ayant opté pour le service est exécuté en priorité par rapport à des ordres d'autres membres si un ordre de sens inverse émanant de ce même membre se présente.

Le service permet donc au membre de marché de maximiser l'exécution des ordres de ses clients, soit face aux autres membres du marché, soit face à des ordres « internes » et, dans ce dernier cas, de bénéficier des avantages qu'il aurait pu tirer d'une exécution en dehors du marché, notamment en termes d'économies sur les coûts liés à la compensation, puisque ces ordres internes de sens inverse ne font pas l'objet d'une compensation par LCH.Clearnet SA.

2 > Les règles d'admission des membres

Le chapitre 2 des règles harmonisées d'Euronext, relatif aux membres et à leurs conditions d'admission, a été modifié afin de tenir compte des dispositions de l'article 42.3 de la directive MIF, qui prévoient que les marchés réglementés peuvent dorénavant admettre directement comme membres des personnes autres que des entreprises d'investissement ou des établissements de crédit agréés. Auparavant cette admission se faisait après autorisation de l'AMF.

La principale modification concerne donc la règle 2201/1 qui liste les critères devant être remplis par une personne souhaitant devenir membre, et particulièrement son VI) relatif aux ressources au sens large (à la fois techniques et informatiques, mais également le collatéral déposé auprès du compensateur) de ladite personne. Reprenant presque *in extenso* le texte du d) de l'article 42.3 de la directive MIF, la règle demande à cette personne de « démontrer qu'elle présente les ressources suffisantes pour le rôle qu'elle entend jouer sur le marché ».

3 > Les modifications des règles de négociation

Le chapitre 4 des règles harmonisées d'Euronext, relatif aux règles de négociation des titres, a été profondément modifié à l'occasion de l'entrée en vigueur de la directive MIF. Outre les changements de règles liés à la mise en place du service d'appariement interne *(Internal Matching Facility)*, évoqués précédemment, les principales modifications concernent les transactions effectuées hors carnet, et notamment celles portant sur des blocs, qui sont néanmoins réputées avoir été effectuées sur un marché réglementé.

a) De nouvelles transactions hors carnet

Euronext a ajouté deux nouvelles règles harmonisées (4404/4 et 4404/5) afin de tenir compte des possibilités offertes par la directive MIF de pouvoir déroger aux obligations de transparence avant négociation.

La règle 4404/4, qui concerne les transactions effectuées en lien avec des opérations sur des instruments financiers à terme (« delta neutre »), n'est pas nouvelle en tant que telle puisque qu'elle était déjà présente dans le livre II d'Euronext Paris et dans ceux des autres marchés : il s'est agit de faire d'une même règle existant localement une règle harmonisée.

La règle 4404/5 concerne les transactions négociées prévues aux articles 18 et 19 du règlement européen n° 1287/2006. Celles-ci sont effectuées en dehors du carnet central, sans condition quant à la taille de l'ordre, mais seulement à la condition que leur prix soit compris entre les deux bornes de la fourchette moyenne pondérée, calculée sur la base du carnet central, pour la quantité concernée par la transaction. Par ailleurs, à la différence des applications, ces transactions négociées peuvent être effectuées entre deux membres distincts, agissant pour compte propre ou pour le compte de clients.

b) Les modifications sur les transactions de blocs sur actions

Les changements les plus importants du chapitre 4 concernent les négociations de blocs sur actions, les différents types existant auparavant (courants ou structurants) se voyant remplacés pour les actions par le concept issu de la directive MIF d'opérations de taille élevée. Alors qu'auparavant la qualification de « bloc » d'une transaction se faisait en fonction de sa taille et du seuil correspondant au segment concerné, les seuils pour les actions sont dorénavant ceux du règlement européen n° 1287/2006 et dépendent du volume quotidien moyen (« VQM ») diffusé par le CESR.

L'autre modification importante relative aux négociations de blocs concerne la disparition des contraintes portant sur le prix de telles transactions. Alors que celui-ci était encadré dans une fourchette de variation fonction de la taille du bloc, il peut dorénavant être fixé librement.

Pour mémoire, la règle 4403/2B sur les blocs courants prévoyait que le prix d'une telle transaction pouvait s'écarter de 5 % au maximum du dernier cours coté. De plus, il existait une condition supplémentaire pour les blocs concernant des actions des segments EURONEXT 100 et NEXT 150, dont la taille était comprise entre une et cinq fois le seuil définissant un bloc. Dans ce cas, le prix ne devait pas non plus s'écarter de plus de 5 % des meilleures limites à l'achat et à la vente.

De même, concernant les blocs structurants (blocs portant sur 7,5 millions d'euros ou 5 % du capital, prévus à l'ancienne règle 4403/2C), le prix de la transaction ne devait pas s'écarter de plus de 10 % du dernier cours coté.

c) La publication des transactions hors carnet

Conformément aux dispositions du règlement européen n° 1287/2006, dans le cas où la transaction de bloc est une opération sur actions à l'occasion de laquelle un membre se porte contrepartie de son client, il est possible d'en différer la publication. Ce délai, qui était de 60 ou de 120 minutes selon la taille du bloc, peut maintenant être porté à trois jours. Il dépend, là encore, du volume quotidien moyen correspondant à la valeur concernée ainsi que de la taille du bloc. La règle 4503/3B a donc été modifiée en conséquence.

4 > Les autres modifications

Euronext a également modifié les règles du chapitre 6 des règles harmonisées afin de clarifier le rôle et les responsabilités de l'entreprise de marché et la portée des vérifications effectuées sur les informations que doivent lui transmettre les émetteurs.

Il est à noter la modification de la règle 6102, directement liée à la directive MIF, permettant à Euronext d'admettre des titres aux négociations sur ses marchés sans le consentement de l'émetteur mais après l'en avoir informé.

Des modifications ont été apportées à l'article P 2.3.3 du livre II des règles particulières applicables aux marchés réglementés français, qui définit trois dates devant être fixées par les émetteurs : la date de mise en paiement du dividende, la date d'arrêté des positions concernées par le dividende et la date de détachement du dividende, sachant que cette dernière doit nécessairement se situer deux jours de négociation avant la date d'arrêté, pour que le dispositif soit cohérent avec les nouvelles règles d'ESES France.

Enfin, toujours concernant les règles particulières d'Euronext Paris, l'entreprise de marché a supprimé les règles précisant les modalités d'intervention sur le marché réglementé en période d'offre (articles P 2.4.2 et P 2.4.4). Ces dispositions étaient liées à l'obligation de concentration, prévue aux articles L. 421-12 et L. 421-13 du code monétaire et financier, qui a disparu depuis le 1er novembre 2007 avec l'entrée en vigueur de la directive MIF.

B – L'activité et la régulation de la chambre de compensation LCH.Clearnet SA

Outre l'approbation, au cours de l'exercice, de quelques modifications et mises à jour des règles de fonctionnement de la chambre de compensation, le Collège de l'AMF a approuvé, en février 2007, le projet d'appels de couvertures intrajournaliers, les « fonds complémentaires », auprès des adhérents compensateurs actifs sur les marchés dérivés Euronext (hors marchandises). Ce mécanisme de fonds intrajournaliers complète le dispositif existant des dépôts de garantie et des marges appelés quotidiennement auprès des adhérents, permettant d'évaluer plus précisément les risques encourus en cas de défaillance d'un adhérent et d'ajuster les appels de couverture correspondants. Les fonds intrajournaliers sont calculés plusieurs fois par jour de compensation au cours de sessions de calcul dédiées. Les positions ouvertes et les couvertures des adhérents sont alors réévaluées sur la base des positions ouvertes et des prix mis à jour en temps réel. En fonction des résultats obtenus et de seuils prédéterminés, ce processus peut donner lieu à un appel de fonds complémentaire auprès des adhérents. Ce mécanisme renforce donc le dispositif de gestion des risques de contrepartie des adhérents et permet une meilleure réactivité en cas de variation importante des positions ou des prix.

En octobre 2007, le Collège de l'AMF a, par ailleurs, approuvé le projet *Inter Dealer Broker* qui vise à élargir le périmètre des opérations sur titres de dettes d'État pouvant être compensées par LCH.Clearnet SA aux opérations traitées par l'intermédiaire de courtiers et pour lesquelles le courtier s'interpose entre le vendeur et l'acheteur. Les courtiers concernés envoient les transactions conclues avec leurs contreparties à la chambre de compensation qui, après acceptation des transactions, s'interpose entre le courtier et les adhérents compensateurs de chaque contrepartie du courtier (voire les contreparties elles-mêmes si elles sont adhérentes de la chambre). Le courtier intervient en tant que « système reconnu de LCH.Clearnet SA » et sa relation à la chambre est régie par un contrat bilatéral avec cette dernière. Le risque possible de contrepartie de LCH.Clearnet SA sur le courtier fait l'objet d'un dispositif de gestion spécifique, articulé notamment autour de critères prédéterminés d'acceptation des courtiers et d'un dispositif d'apport de couverture à la chambre par ces derniers.

C – L'activité et la régulation du gestionnaire de système de règlement-livraison et dépositaire central Euroclear France

L'exercice a été marqué principalement par la mise en œuvre, le 26 novembre 2007, de la première phase du projet du groupe Euroclear, *Euroclear Settlement of Euronext-Zone Securities* (ESES). À cette occasion, Euroclear France a migré du système de règlement livraison RGV2 vers le système ESES France.

Le Collège de l'AMF, lors de sa séance du 18 octobre 2007, a approuvé les modifications des règles de fonctionnement d'Euroclear France, en qualité de dépositaire central et de gestionnaire de règlement livraison, induites par cette migration. Les modifications des règles de fonctionnement ont reflété notamment la suppression de la filière dite « révocable » RELIT+ et l'extension de la filière dite « irrévocable » RGV à l'ensemble des opérations traitées dans le système, ainsi que des évolutions dans le traitement des opérations sur titres avec espèces.

Plus généralement, le projet ESES, qui devrait être étendu aux dépositaires Euroclear Belgium et Euroclear Netherlands, vise à fournir aux adhérents des trois dépositaires une solution de règlement/livraison intégrée et un service harmonisé de conservation des titres. Il s'appuie sur un module technique de dénouement unique, le *Single Settlement Engine* (SSE) et des fonctionnalités de l'infrastructure RGV d'Euroclear France.

L'année 2008 devrait voir la mise en œuvre des phases 2 et 3 du projet ESES, correspondant respectivement à la connexion d'ESES France à la plate-forme *Target 2* des banques centrales et à la migration des dépositaires belge et néerlandais du groupe Euroclear sur ESES.

Le groupe Euroclear prévoit, par ailleurs, de continuer par la suite son projet d'intégration, avec la consolidation, entre 2009 et 2010, des plates-formes du dépositaire central britannique, Euroclear UK & Ireland, d'Euroclear Bank et d'ESES, au sein d'une plate-forme unique dénommée *Single Platform*.

Chapitre 5

La surveillance et la discipline des marchés

1 – La surveillance des marchés 184

2 – Le contrôle des prestataires de services d'investissement et des infrastructures de marché 186

3 – Les enquêtes 190

4 – Les transmissions à d'autres autorités 193

L'Autorité des marchés financiers assure la surveillance quotidienne du bon fonctionnement du marché, de la protection de l'épargne et de la qualité de l'information financière.

Elle dispose à cette fin de moyens performants et travaille en coordination avec les autres autorités nationales[1] et étrangères chargées du contrôle des professions bancaires et financières.

L'AMF conduit des contrôles et des enquêtes sous l'autorité de son secrétaire général, et s'appuie sur trois services qui assurent :

> la surveillance des marchés – surveillance des transactions et des comportements des opérateurs, afin de détecter d'éventuelles anomalies dans le fonctionnement des marchés ;

> les contrôles sur pièces et sur place des prestataires de services d'investissement (PSI), y compris des sociétés de gestion, afin de s'assurer qu'ils respectent les règles qui s'appliquent à leur activité ;

> les enquêtes, qui portent sur l'information financière et les abus de marché.

En sus de ses moyens propres, l'AMF peut recourir à des corps de contrôle extérieurs pour accomplir sa mission : la Commission bancaire, Euronext Paris, le dépositaire central ou des cabinets d'experts.

Le présent chapitre détaille les activités de contrôle *a posteriori*, de surveillance et d'enquête menées par l'AMF en 2007.

Bilan de la surveillance et de la discipline des marchés en 2007

	2006	2007
Nombre de contrôles sur place lancés auprès de prestataires de services d'investissement	105	105
Nombre de contrôles sur place terminés auprès de prestataires de services d'investissement	133	72*
Nombre d'enquêtes ouvertes	84	92
Nombre d'enquêtes terminées	105	96

Source : AMF

*Cette baisse est assez largement due à la complexité des missions de contrôle conduites en 2007.

Quelles sont les suites* possibles d'une enquête ou d'un contrôle AMF ?

1 – Le classement du dossier.

2 – L'ouverture d'une procédure de sanction par la Commission spécialisée du Collège.

3 – La transmission du rapport d'enquête ou de contrôle au Parquet lorsque des faits paraissent constitutifs d'un délit.

4 – La transmission du rapport à d'autres autorités administratives, françaises ou étrangères, pour des faits relevant de leur compétence.

5 – L'envoi, par la Commission spécialisée du Collège, d'observations, éventuellement rendues publiques, aux personnes intéressées. Tout contrôle donne lieu à envoi d'une lettre de suite, y compris en cas d'ouverture d'une procédure de sanction.

6 – Le prononcé d'une injonction par l'AMF ou, à la demande de l'AMF, par le président du tribunal de grande instance de Paris.

* Un même rapport de contrôle ou d'enquête peut comporter plusieurs suites. **Source : AMF**

(1) Banque de France, Commission bancaire, Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI), Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles (ACAM), Comité des entreprises d'assurances.

1 – La surveillance des marchés

Le Service de la surveillance des marchés de l'AMF est composé d'une équipe de 15 personnes. Ce service a la responsabilité de la surveillance des opérations réalisées sur les marchés et du comportement des prestataires de services d'investissement. Son objectif est de détecter tout événement ou comportement anormal pouvant résulter d'un manquement ou d'un délit boursier : manipulation de cours, opération d'initié, diffusion de fausse information, etc. Il doit également apprécier le bon fonctionnement des marchés et évaluer la régularité des interventions des prestataires de services d'investissement.

L'entrée en vigueur de la directive MIF le 1er novembre 2007 a profondément modifié le champ de la surveillance des marchés en la rendant nécessaire, pour les titres admis aux négociations sur un marché réglementé, à l'ensemble des lieux d'exécution des transactions : marchés réglementés, plates-formes de négociation, internalisateurs ; la surveillance devient, de ce fait, plus difficile.

Cette surveillance s'exerce de façon concomitante sur l'ensemble des instruments financiers négociés sur la Bourse de Paris, soit environ 1 246 titres de capital de sociétés (839 sur Eurolist, 119 sur Alternext, 288 sur le Marché libre), 3 320 titres obligataires, environ 7 000 *warrants* et certificats, plus de 110 classes d'options et près d'un millier de prestataires de services d'investissement (PSI)[2].

1 > Un outil informatique exploitant des bases de données

Le système SESAM[3], outil informatique développé et utilisé conjointement par les services chargés de la surveillance des marchés, des enquêtes et du contrôle des prestataires et des infrastructures de marché permet d'accéder, *via* un grand nombre d'écrans de contrôle, à l'ensemble des transactions sur les marchés d'actions et de dérivés depuis 1991, aux caractéristiques détaillées de tous les ordres transmis sur les marchés ainsi qu'aux déclarations transmises par les prestataires de services d'investissement par le système de *reporting* direct des transactions (RDT).

Le volume des informations collectées s'est encore sensiblement accru en 2007. L'entreprise de marché Euronext Paris a traité puis transmis à l'AMF l'information relative à 450 millions d'ordres (marché d'actions Euronext Paris hors *warrants, trackers* et certificats) et 107 millions de transactions (marché d'actions Euronext Paris). Ces chiffres sont en augmentation par rapport à 2006 de respectivement 65 et 43 %.

Par ailleurs l'instruction n° 2007-06 du 10 juillet 2007, entrée en vigueur le 1er novembre 2007, a modifié le périmètre et les modalités de déclaration de transactions par les prestataires de services d'investissement en vue de les rendre compatibles avec les dispositions de la directive MIF. Ceux-ci ont déclaré à l'AMF huit millions d'opérations *via* le système RDT, en hausse de 33 % par rapport à 2006. À la fin de l'année 2007, 319 établissements utilisaient le système RDT, contre 347 en 2006, cet écart s'expliquant par la cessation d'activité ou la fusion d'une vingtaine d'entre eux en 2007.

2 > Des échanges automatisés avec les homologues européens

Le principe d'échange d'informations entre les différents régulateurs européens, prévu par la directive MIF, a été mis en œuvre dès le mois de novembre 2007 grâce à la mise en place d'un système informatisé spécifique baptisé TREM *(Transaction Report Exchange Mechanism)*, dont la conception a été pilotée par le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (plus précisément par le sous-comité technique CESR-TECH).

L'AMF a ainsi accès à l'information relative à l'ensemble des transactions réalisées par les prestataires de services d'investissement européens sur des titres entrant dans son champ de compétence mais effectuées en dehors d'Euronext Paris.

(2) Chiffres à fin 2007.
(3) Voir Rapport annuel 2006, page 210.

Au cours des seuls mois de novembre et décembre 2007, l'AMF a reçu 8,3 millions de déclarations de la part de ses homologues européens et leur a transmis 16,5 millions de déclarations de transactions.

3 > La surveillance quotidienne des marchés

Le Service de la surveillance s'appuie tout d'abord sur le module « contrôle différé » de l'application SESAM. Les 76 tests statistiques appliqués quotidiennement au fichier des transactions intervenues la veille sur les marchés réglementés d'Euronext Paris permettent de détecter automatiquement certaines anomalies sur les marchés. Ces tests ont été adaptés pour tenir compte de la forte augmentation des volumes de transactions.

Au total, 39 000 alertes[4] ont ainsi été générées en 2007.

En 2007, de nouveaux contrôles automatisés ont été spécifiquement mis en place pour les marchés obligataires.

L'ensemble de ces alertes ont été traitées par le Service de la surveillance. Près de 500 dossiers ont fait l'objet d'une étude plus approfondie nécessitant des demandes d'information auprès des intermédiaires.

L'internationalisation des marchés s'est encore accrue en 2007 et a conduit le Service de la surveillance à proposer 110 requêtes relatives à 66 dossiers distincts auprès de régulateurs étrangers. Ces chiffres sont en forte augmentation par rapport à l'année 2006 au cours de laquelle 61 requêtes portant sur 40 dossiers distincts avaient été formulées.

Si, à l'issue de ces analyses, les soupçons de manquement ou de délit sont importants, le Service de la surveillance soumet au secrétaire général de l'AMF une proposition d'ouverture d'enquête.

Dans le cadre de la démarche « Meilleure régulation » mise en œuvre par l'AMF, lorsque les manquements détectés ne sont pas significatifs, ou si les enjeux financiers sont trop faibles, ou encore si les soupçons sont trop minces pour justifier l'ouverture d'une enquête, le Service de la surveillance propose l'envoi de courriers sous la signature du secrétaire général de l'AMF, pour rappeler la réglementation aux personnes concernées.

Lorsque les travaux d'analyse mettent en évidence des pratiques aux limites de la réglementation ou constatent l'émergence de comportements nouveaux sur les marchés, non prévus par ladite réglementation, le Service de la surveillance des marchés rédige des notes à l'intention du secrétaire général de l'AMF pour porter ces problématiques à sa connaissance et à celle des autres services.

4 > L'exploitation des déclarations de soupçons

Prévue par la directive Abus de marché[5], la procédure de déclaration des opérations suspectes par les PSI a continué d'être une source d'information complémentaire très utile pour le Service de la surveillance des marchés qui centralise et analyse l'ensemble de ces déclarations.

Au total, 133 déclarations ont été reçues par le Service de la surveillance en 2007, soit une hausse de 40 %, concernant 125 opérations suspectes. 11 déclarations provenaient d'homologues étrangers et concernaient des titres cotés sur un marché réglementé français. Réciproquement, 16 déclarations reçues concernant des titres admis sur un marché réglementé étranger ont été transmises au régulateur compétent. À l'issue d'un premier examen, 7 enquêtes ont été ouvertes par le secrétaire général de l'AMF sur la base de 14 déclarations[6].

(4) Principalement sur des titres de capital, contre 37 500 en 2006.
(5) Transposée en droit français par la loi Breton du 26 juillet 2005.
(6) Contre 10 sur la base de 14 déclarations en 2006.

5 > Un projet pour 2008

Au cours de l'année 2008, la surveillance des marchés devra adapter ses outils au périmètre nouveau des transactions sur lesquelles elle va devoir s'exercer : jusqu'à présent, cette surveillance portait principalement sur les données reçues d'Euronext Paris ; elle va désormais devoir être étendue à l'ensemble des transactions réalisées, quel que soit leur lieu d'exécution (plate-forme de négociation, internalisation au sein des PSI habilités à cette fin, etc.). Une première étape a d'ores et déjà été franchie avec la constitution de bases de données récupérant les déclarations de transactions réalisées par des prestataires de services d'investissement français (RDT) ou européens (TREM).

2 – Le contrôle des prestataires de services d'investissement et des infrastructures de marché

Pour assurer ses missions de contrôle des prestataires, le Service du contrôle des prestataires et des infrastructures de marché (CPIM) s'appuie sur une équipe 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. Il évalue l'efficacité de l'organisation et des moyens mis en œuvre et vérifie la bonne application de la réglementation de l'AMF.

Les activités de contrôle couvrent 960 entités régulées – 537 sociétés de gestion de portefeuille, 109 entreprises d'investissement[7] dont 40 dotées du statut de teneur de compte conservateur, 311 établissements de crédit prestataires de services d'investissement dont 275 dotés du statut de teneur de compte conservateur et trois infrastructures de marché.

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.

Afin de structurer les travaux d'investigation à l'égard des prestataires et des infrastructures de marché, les inspecteurs ont recours à l'extraction et à l'analyse des données relatives aux transactions sur les instruments financiers réalisées. Ces transactions sont recueillies de deux façons : *via* l'entreprise de marché pour les transactions réalisées sur les marchés réglementés d'Euronext Paris ainsi que les ordres transmis sur ces marchés, et *via* le système RDT pour les autres transactions.

La détection de transactions paraissant irrégulières conduit à un examen plus approfondi, soit en interrogeant le prestataire, soit en lançant une mission de contrôle sur place.

Les principales actions de l'AMF en matière de contrôle sur pièces ont été menées sous les formes suivantes.

1 > Les rapports annuels de contrôle

Les rapports de contrôle des services d'investissement que les prestataires de services d'investissement (ainsi que l'entreprise de marché, la chambre de compensation et le dépositaire central) ont remis à l'Autorité des marchés financiers[8] en avril, au titre de l'exercice précédent, fournissent un état des lieux et servent à orienter les contrôles sur place menés par l'Autorité.

De même qu'en 2006, l'AMF a proposé aux PSI, pour l'élaboration du rapport annuel 2006, un formulaire comprenant une table de référence des principales dispositions de sa réglementation. L'utilisation de ce questionnaire permet de normaliser les réponses, facilite leur analyse et le suivi statistique des travaux de contrôle des services d'investissement déclarés par les prestataires.

(7) Dont Powernext et MTF France qui gèrent des systèmes multilatéraux de négociation. Article 521-1 du règlement général de l'AMF.
(8) En application des articles 321-23-2 et 322-22-11 du règlement général de l'AMF en vigueur jusqu'au 1er novembre 2007.

De nouvelles modalités de transmission électronique de ces rapports ont été mises en place en 2007, afin de sécuriser leur processus de transmission.

Bien que les informations ainsi collectées ne le soient que sur une base déclarative, l'exploitation des réponses fournies par les prestataires dans ces rapports permet à l'AMF d'avoir une vue d'ensemble du respect des règles qu'elle édicte.

L'identification des anomalies qu'elle y décèle lui permet, de plus, d'orienter ses actions de contrôle sur un prestataire, un sujet ou une population spécifique. Par ailleurs, des contrôles sur place sont diligentés chaque année, auprès d'un échantillon de prestataires, afin de vérifier l'exactitude des informations contenues dans les rapports annuels.

2 > Les contrôles spécifiques

L'AMF a demandé aux responsables du contrôle des services d'investissement et aux responsables de la conformité et du contrôle interne des PSI d'établir un rapport spécifique, pour septembre 2006, sur les procédures de suivi et de contrôle des risques de non-conformité de leurs relations contractuelles.

L'analyse des rapports transmis a fait l'objet d'une synthèse[9] qui a conclu notamment à :
> la prise de conscience des conséquences, notamment en matière financière, dans le cas où des manquements d'ordre juridique liés aux services d'investissement se produiraient ;
> l'inscription dans les programmes de contrôle des différentes manifestations de ce risque permettant sa détection et sa prise en compte.

Pour le 1er novembre 2007, date d'entrée en vigueur des textes de transposition de la MIF et de sa directive d'application, l'AMF a demandé aux PSI de lui adresser un rapport sur la prévention et la gestion des conflits d'intérêts prenant en compte les nouvelles dispositions issues de la directive MIF et présentant :
> un recensement des situations potentiellement génératrices de conflits d'intérêts ;
> la définition des grandes lignes de la politique de gestion des conflits d'intérêts, notamment les procédures de contrôle des échanges d'information, les rattachements hiérarchiques et/ou les politiques de rémunération ;
> les dispositions spécifiques à l'activité de recherche en investissement ;
> pour les sociétés de gestion de portefeuille (SGP), la revue des dispositions propres à la gestion collective.

La synthèse de ces rapports sera présentée dans le courant de l'année 2008.

En 2007, a été de nouveau menée, sur la base d'un questionnaire adressé à une vingtaine de SGP, une étude portant sur la politique de vote relative aux titres détenus par les OPCVM gérés et sur la mise en œuvre de cette politique. Les résultats, qui sont en cours d'exploitation, feront l'objet d'une synthèse dont la présentation est prévue courant 2008.

Par ailleurs, l'AMF a diligenté cinq missions de contrôle thématiques sur l'utilisation des dérivés de crédit par les SGP, entre mai 2005 et mai 2006. Une note de synthèse[10] en analyse les résultats. Elle met en exergue des insuffisances en matière de contrôle de risques, de valorisation et de suivi juridique.

(9) Publiée dans la Revue mensuelle de l'AMF de septembre 2007, n° 40 .
(10) Publiée dans la Revue mensuelle de l'AMF de mai 2007, n° 36 .

3 > La surveillance des infrastructures de marché

Le Service du contrôle a poursuivi son action de surveillance des marchés en rencontrant à intervalles réguliers les responsables d'Euronext Paris, de LCH.Clearnet et d'Euroclear France.

Parmi les points ayant fait l'objet d'un suivi particulier avec Euronext Paris, ont figuré notamment :
> l'analyse des incidents ayant affecté le fonctionnement des marchés et les mesures prises par l'entreprise de marché pour remédier aux différentes situations ;
> la coopération entre l'AMF et Euronext pour renforcer les outils de surveillance du marché ;
> les évolutions techniques qui se sont traduites par de nouvelles fonctionnalités proposées aux membres de marché ;
> l'analyse des impacts réglementaires de la fusion avec le NYSE.

Le Service du contrôle a également été amené à vérifier le dépouillement de l'offre publique de NYSE sur Euronext NV.

En outre, l'effort de coopération avec les différents régulateurs du groupe Euronext a été maintenu. Ainsi, l'AMF analyse conjointement avec ses homologues étrangers la mise en œuvre de certaines exigences réglementaires par l'entreprise de marché. À cet effet, plusieurs groupes de travail ont été constitués sur divers sujets : travaux réalisés par l'entreprise de marché pour faire face à l'augmentation des volumes, plan établi par Euronext pour assurer la continuité de ses activités, ou bien encore la cartographie de ses risques, etc.

Tous les deux mois, l'AMF a examiné avec la chambre de compensation LCH.Clearnet SA et avec le dépositaire central Euroclear France, gestionnaire du système de règlement-livraison RGV2, les suspens de règlement-livraison enregistrés par leurs membres ou par leurs adhérents ainsi que les incidents majeurs d'exploitation survenus dans leurs systèmes informatiques. En 2007, outre le suivi particulier des membres et des adhérents présentant de forts taux de suspens, une attention particulière a été portée sur les sujets suivants :
> la mise en place par LCH.Clearnet SA, à partir de février 2007, de nouvelles règles de rachat d'instruments financiers consécutif à un défaut de livraison, dans un souci de clarification et d'harmonisation de ces règles entre les différentes places de marché de la zone Euronext notamment ;
> les pénalités facturées tant par la chambre de compensation que par le dépositaire central à la suite de défauts de livraison d'instruments financiers générés par leurs membres et adhérents dans les processus de règlement livraison ;
> le déploiement, en novembre 2007, de la plate-forme commune de règlement-livraison ESES[11] chez les adhérents d'Euroclear France.

B – Les contrôles sur place

Dans le cadre de la démarche de « Meilleure régulation », l'Autorité des marchés financiers s'est dotée d'une charte[12] de conduite de ses missions de contrôle sur place afin d'améliorer le déroulement de ces missions. Cette charte, à destination des personnes entrant dans le champ des contrôles de l'AMF, les informe sur le cadre juridique dans lequel interviennent les inspecteurs de l'AMF et fixe des principes de bonne conduite (coopération, neutralité, courtoisie, etc.) à observer tant par les contrôleurs que par les personnes contrôlées.

Comme les années précédentes, le CPIM a participé à divers chantiers de modification des dispositions du règlement général de l'AMF, comme la transposition des dispositions des textes d'application de la directive MIF[13] ou la modification des règles relatives au traitement des ordres stipulés à règlement différé.

(11) Cf. *supra* chapitre 4, page 180
(12) Disponible sur le site internet de l'AMF dans la rubrique « Publications > guides > guides professionnels ».
(13) Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers.

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. Si le rapport relève des manquements substantiels, il est alors transmis à l'une des commissions spécialisées du Collège qui apprécie s'il y a lieu d'ouvrir une procédure de sanction.

Toutes les missions de contrôle donnent lieu à l'envoi d'une lettre de suite adressée à l'établissement contrôlé, recensant les corrections à mettre en œuvre(14) : 100 lettres ont ainsi été émises au cours de l'année 2007.

En 2007, neuf rapports établis à la suite d'un contrôle sur place ont conduit les commissions spécialisées du Collège à décider l'ouverture d'une procédure de sanction à l'encontre de quatre personnes physiques et six personnes morales, et à transmettre deux rapports au Parquet. De plus, deux rapports ont fait l'objet d'une transmission à TRACFIN(15), une société de gestion de portefeuille a vu son agrément retiré et une injonction a été prononcée à l'encontre d'une autre SGP.

Pour effectuer les missions de contrôle auprès des établissements soumis à son autorité, l'AMF peut recourir à des corps de contrôle extérieurs. Ainsi, en 2007, 49 missions sur 105 ont été confiées à des corps de contrôle externes (42 missions à des cabinets d'experts et 7 à la Commission bancaire).

Lorsque l'AMF délègue à des corps de contrôle extérieurs le soin de procéder à des contrôles pour son compte, elle s'assure au préalable qu'il n'existe pas de conflits d'intérêts entre le mandataire et l'entité à contrôler. Les mandataires disposent de l'ensemble des prérogatives dévolues au régulateur : le secret professionnel ne leur est pas opposable et, symétriquement, ils sont soumis aux mêmes contraintes que le personnel de l'AMF en matière de secret professionnel. L'AMF est responsable à l'égard des tiers du respect des dispositions légales et réglementaires par les mandataires, et décide des suites données à ces missions. La conduite de ces missions s'effectue sous le contrôle du CPIM désigné en qualité de correspondant du mandataire.

Les services de l'AMF ont inauguré, en 2006, un nouveau dispositif de recours aux délégations régionales de la Banque de France pour la réalisation des missions de contrôle des conditions de commercialisation auprès du public des actions EDF(16). En 2007, l'AMF a associé les délégations régionales au contrôle de la commercialisation d'instruments financiers et de la gestion sous mandat pour le compte de personnes physiques dans six banques commerciales régionales.

Les contrôles réalisés en 2007 comprennent :

- 24 missions effectuées auprès des PSI (18 sociétés de gestion de portefeuille et 6 PSI hors sociétés de gestion de portefeuille) dont l'agrément avait été délivré dans les 18 derniers mois, afin d'examiner la conformité des moyens d'exercice des services d'investissement avec le dossier d'agrément présenté à l'AMF ;
- 13 missions de contrôle portant sur la justification et la documentation des déclarations faites par les PSI dans leur rapport annuel de contrôle des services d'investissement ;
- 19 missions de contrôle général du respect de leurs obligations professionnelles par les PSI ;
- 3 missions portant sur l'activité de dépositaire d'OPCVM ;
- 2 missions déléguées à la chambre de compensation sur le respect de ses propres règles ;
- 4 missions portant sur le respect de leurs obligations professionnelles par les PSI ayant conclu des contrats de liquidité ;
- 1 mission portant sur l'activité de tenue de compte conservation ;
- 12 missions portant sur la commercialisation d'instruments financiers par les PSI hors sociétés de gestion de portefeuille ;
- 5 missions portant sur la multigestion alternative dans des sociétés de gestion de portefeuille ;

(14) En application de l'article 143-6 du règlement général de l'AMF.
(15) TRACFIN : cellule de coordination chargée du traitement du renseignement et de l'action contre les circuits financiers clandestins, articles L. 562 4 et R. 562-3 du code monétaire et financier (http://www.tracfin.minefi.gouv.fr).
(16) Cf. Rapport annuel AMF 2006, p. 303.

> 1 mission de contrôle dans une société de gestion spécialisée dans la gestion de SCPI ;
> 3 enquêtes réalisées pour le compte de la Commission de surveillance des OPCVM de Monaco.

Les principaux problèmes relevés au cours de ces missions de contrôle sont :
> des insuffisances en matière de vérification de l'identité des clients ;
> des insuffisances en matière de commercialisation des instruments financiers ou des services d'investissement au regard du profil des clients ;
> le niveau inférieur au minimum requis par la réglementation des fonds propres des sociétés de gestion de portefeuille ou le caractère insuffisamment prudent de leurs placements pour compte des fonds propres ;
> le manque de formalisation de leurs procédures comptables par les teneurs de comptes conservateurs ;
> l'inadéquation des moyens de contrôle à l'activité des prestataires et l'absence de formalisation des contrôles effectués ;
> l'existence de situations de conflits d'intérêts non correctement gérées.

Enfin, l'AMF a entrepris en 2007 des contrôles sur place dans six sociétés de gestion de portefeuille déléguant la gestion comptable de leurs OPCVM à des établissements tiers.

Ces contrôles thématiques ont porté tant sur l'exercice de la commercialisation que sur la surveillance de la délégation par la société de gestion de portefeuille. Si les résultats de ces missions n'ont pas conduit à remettre en cause la possibilité de délégation de la gestion comptable d'OPCVM, ils ont néanmoins mis en évidence la nécessité, pour les SGP, de renforcer leurs contrôles sur les délégataires.

Comme il en va chaque fois qu'un prestataire fait l'objet d'un contrôle sur place, le rapport établi à l'issue de chacune de ces missions a été soumis pour observations aux entités concernées, puis une « lettre de suite » a été envoyée précisant les anomalies restant à corriger et le délai pour y parvenir.

3 – Les enquêtes

En cas de soupçon d'irrégularité, le secrétaire général de l'Autorité des marchés financiers peut décider d'ouvrir une enquête sur des faits susceptibles de constituer d'éventuelles infractions boursières (opération d'initié, manipulation de cours, diffusion de fausse information, etc.). Par nature, une enquête n'est jamais prévisible ; son déroulement lui-même ne peut être ordonnancé comme un contrôle, les investigations dépendant largement des circonstances propres à chaque affaire. Elle n'est, très généralement, diligentée que lorsque survient une situation comportant des suspicions de manquement, que celle-ci soit le fait d'un émetteur, d'un investisseur particulier ou institutionnel, d'un professionnel du marché ou de toute autre personne.

Toute enquête donne lieu à la rédaction d'un rapport présenté par le secrétaire général à l'une des commissions spécialisées du Collège qui peut décider l'ouverture d'une procédure de sanction.

En 2007, le secrétaire général de l'AMF a ouvert 92 enquêtes, et 96 enquêtes ont été terminées. Parallèlement, la proportion d'enquêtes donnant lieu à l'ouverture de procédures de sanction a également progressé.

Nombre d'enquêtes ouvertes et terminées

	2003	2004	2005	2006	2007
Enquêtes ouvertes par l'AMF	85	83	88	84	92
Enquêtes terminées	79	90	91	105	96
Enquêtes donnant lieu à procédure de sanction	22	30	22	27	26

Source : AMF

A – L'origine et la typologie des enquêtes

L'essentiel des enquêtes a été ouvert sur proposition du Service de la surveillance des marchés. L'exploitation de déclarations de soupçons[17] adressées à la Direction des enquêtes et de la surveillance des marchés selon les modalités prévues par l'instruction de l'AMF n° 2006-01 du 24 janvier 2006 a également conduit à l'ouverture de sept enquêtes sur des opérations d'initiés.

D'autres enquêtes ont trouvé leur origine dans les signalements d'autres directions de l'AMF, notamment la Direction des émetteurs, la Direction des affaires comptables et la Direction des prestataires, de la gestion et de l'épargne.

Enfin, plusieurs enquêtes ont 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[18], de révélations reçues d'autres autorités administratives françaises ou, surtout, de requêtes des autorités étrangères exerçant des compétences analogues à celles de l'AMF[19].

La majorité des enquêtes ouvertes porte sur de possibles manquements boursiers «classiques» traités par le livre VI du règlement général de l'AMF : opérations d'initiés, diffusions de fausses informations et manipulations de cours.

Tableau 1: répartition des enquêtes ouvertes en 2007 par objet[20]

Marché des titres de capital et obligataires (comportement d'initié ou manœuvre entravant le bon fonctionnement du marché)	40
Information financière	17
Coopération internationale	50
Total	**107***

Source : AMF

* Le total est supérieur à 92 car certaines enquêtes portent à la fois sur le marché du titre (manipulation de cours et opérations d'initiés) et sur l'information financière.

92 enquêtes ont été ouvertes en 2007 (contre 84 en 2006) et 96 enquêtes ont été terminées en 2007[21] (contre 105 en 2006 et 91 en 2005). Ces résultats confirment globalement la hausse sensible intervenue au cours des deux dernières années en cadence de l'activité croissante sur les marchés. Les enquêtes s'inscrivent majoritairement dans un contexte international marqué et concernent de plus en plus fréquemment des émetteurs dont la capitalisation est très significative. La complexité et la diversité des aspects financiers, juridiques et comptables traités par les enquêteurs ont par ailleurs été un facteur d'augmentation de l'activité au cours de l'année 2007.

Sur les 96 enquêtes terminées en 2007, 48 ont été ouvertes à l'initiative directe de l'AMF. Parmi ces 48 enquêtes, 26 enquêtes ont donné lieu à l'ouverture d'une procédure de sanction, 7 à un classement, 12 à l'envoi d'une ou plusieurs lettres d'observations, et 1 à une transmission au Parquet (sans ouverture d'une procédure de sanction).

Le solde, soit 48 rapports d'enquêtes ouvertes à la demande d'autorités étrangères, a été transmis aux homologues étrangers de l'AMF, dans le cadre de la coopération internationale.

(17) En application de l'article L. 621-17-2 et suivants du code monétaire et financier. Voir *supra* chapitre 5, page 185.
(18) Mentionnés à l'article L. 466-1 du code monétaire et financier.
(19) En application de l'article L. 621-21 du code monétaire et financier.
(20) L'objet indiqué est relatif aux faits qui ont motivé l'ouverture de l'enquête, et ne préjuge pas des résultats de l'enquête.
(21) Voir annexe 4.

B – La coopération internationale

L'AMF a poursuivi et largement amplifié la coopération avec ses homologues étrangers en matière d'enquête, de surveillance des marchés et d'échange d'informations sur les intermédiaires financiers.

Le nombre de requêtes internationales reçues par l'AMF est de nouveau en hausse en 2007. Le nombre des demandes d'ordre administratif (renseignements sur la nature et l'étendue de l'agrément des sociétés régulées par l'AMF ou sur l'honorabilité des personnes physiques y travaillant) qui ne nécessitent pas l'ouverture d'une enquête reste élevé (cf. tableau 3).

Les enquêtes ouvertes à la demande d'autorités étrangères en 2007 ont concerné principalement des opérations réalisées par des intermédiaires en France sur des titres admis aux négociations sur un marché étranger.

Le tableau ci-après retrace l'ensemble des demandes d'assistance reçues d'autorités étrangères et traitées par l'AMF au cours de l'année 2007, ainsi que les requêtes présentées par l'AMF à ces autorités.

Tableau 2 : répartition des demandes d'assistance selon les principaux pays concernés

Pays	Demandes 2007		Demandes 2006	
	Reçues par l'AMF	Adressées par l'AMF	Reçues par l'AMF	Adressées par l'AMF
Allemagne	11	19	5	9
Belgique	14	18	13	6
Espagne	6	12	1	5
États-Unis	6	17	8	17
Israël	0	11	0	7
Italie	20	18	6	8
Luxembourg	14	14	15	4
Pays-Bas	32	25	21	17
Royaume-Uni	15	125	10	110
Suisse	5	71	5	48
Autres[22]	68	48	79	46
Total	**191**	**378**	**163**	**277**

Source : AMF

Comme en 2006, le tiers des requêtes d'assistance présentées par l'AMF sont adressées au régulateur britannique. Par ailleurs, les demandes adressées aux autorités suisses ont encore été nombreuses cette année.

Les demandes d'assistance reçues et présentées ont des objets variés, comme le détaille le tableau suivant.

(22) Dans la rubrique intitulée « Autres » sont notamment regroupées – en raison de leur faible quantité ou de leur objet succinct – les demandes provenant de 26 pays avec des nombres de requêtes s'échelonnant entre 1 demande pour des pays tels que l'Australie ou la Norvège et une dizaine de demandes pour l'Irlande, Monaco et Jersey.

Tableau 3 : répartition des demandes d'assistance selon leur nature

	Demandes 2007		Demandes 2006	
	Reçues par l'AMF	Adressées par l'AMF	Reçues par l'AMF	Adressées par l'AMF
Agrément				
Demandes d'informations sur les intermédiaires	95	37	100	32
Surveillance et recherche d'infractions				
Demandes d'informations sur les intermédiaires, les opérations, la législation	14	0	4	9
Utilisation d'informations privilégiées	67	276	50	182
Communication de fausses informations	2	25	3	10
Infractions liées aux offres publiques	0	3	0	0
Manipulations de cours	10	19	5	24
Démarchages irréguliers	0	0	1	0
Franchissements de seuil	1	7	0	8
Autres	2	11	0	12
Total	**191**	**378**	**163**	**277**

Source : AMF

Les enquêtes nécessitant une coopération internationale liée à la recherche d'opérations d'initiés représentent l'essentiel des demandes d'informations (hors informations sur les intermédiaires).

4 – Les transmissions à d'autres autorités

Lorsque l'AMF constate des comportements susceptibles d'entrer dans le champ de compétence d'autres autorités, que celles-ci soient judiciaires, administratives ou professionnelles, elle leur transmet les informations dont elle dispose ou les rapports qu'elle a établis.

A – Les transmissions aux autorités judiciaires

La transmission à l'autorité judiciaire – en cours ou au terme d'une enquête – trouve principalement ses fondements dans l'obligation faite à l'AMF par l'article L. 621-20-1 du code monétaire et financier, dès lors qu'elle acquiert la connaissance d'un crime ou d'un délit, d'en donner avis sans délai au procureur de la République[23], et dans l'obligation faite au Collège de l'AMF de transmettre immédiatement le rapport d'enquête ou de contrôle au procureur de la République de Paris si l'un des griefs notifiés est susceptible de constituer l'un des délits mentionnés aux articles L. 465-1 (délit d'initié) et L. 465-2 du code monétaire et financier (fausse information et manipulation de cours)[24]. Les transmissions au parquet peuvent aussi trouver leur origine dans des demandes d'avis formulées par les autorités judiciaires saisies de poursuites relatives à des sociétés faisant appel public à l'épargne ou à des infractions commises à l'occasion d'opérations de bourse[25], ou dans le fait qu'une information judiciaire a été ouverte sur les mêmes faits. Enfin, il peut s'agir d'une transmission au parquet général compétent, afin qu'il apprécie la nécessité d'engager des poursuites disciplinaires contre un ou plusieurs commissaires aux comptes dans des cas de manquements à leurs règles déontologiques révélés par l'enquête.

(23) Article 40 du code de procédure pénale et 621-20-1 du code monétaire et financier.
(24) Article L. 621-15-1 du code monétaire et financier.
(25) Article L. 466-1 du code monétaire et financier.

Enfin, des rapports de contrôle effectués chez des prestataires de services d'investissement peuvent être transmis aux autorités judiciaires lorsque des manquements à leurs obligations professionnelles qui pourraient être qualifiés pénalement ont été mis en évidence.

En 2007, l'AMF a transmis à la justice 22 rapports d'enquête et trois rapports de contrôle comportant des éléments susceptibles de qualifications pénales. Ces trois rapports de contrôle ainsi que 21 des 22 rapports d'enquête ont donné lieu à l'ouverture d'une procédure de sanction par l'AMF.

63 rapports d'enquête concernant des infractions d'abus de marché examinés par le Collège de l'AMF, entre le 1er janvier 2004 et le 31 décembre 2006, ont fait l'objet d'une saisine de la Commission des sanctions et d'une transmission concomitante au parquet. 48 dossiers ont donné lieu à ce jour à une décision de sanction de la Commission des sanctions et quatre ont donné lieu à un jugement du Tribunal correctionnel, un autre ayant fait l'objet d'un non-lieu prononcé par le juge d'instruction.

Le délai de traitement moyen des procédures par l'AMF, y compris les très gros dossiers qu'elle a eu récemment à traiter, est de 31 mois entre l'ouverture d'enquête et la décision de la Commission des sanctions.

B – Les transmissions à des autorités de surveillance

Au cours de l'année 2007, l'AMF n'a pas adressé de rapport d'enquête ou de contrôle à des autorités de surveillance françaises (la Banque de France, le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, la Commission bancaire, l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles et le Comité des entreprises d'assurance)[26].

Tableau 4 : récapitulatif des transmissions des rapports d'enquête et de contrôle par l'AMF en 2006 et 2007

Transmissions :	AMF 2006	AMF 2007
Aux autorités administratives ou professionnelles	3	0
Au Parquet	23	25

Source : AMF

(26) Article L 631-1 du code monétaire et financier.

Chapitre 6

La Commission des sanctions

1 – L'activité de la Commission des sanctions en 2007 197

2 – Les décisions de la Commission des sanctions publiées en 2007 et leurs suites 198

3 – Les suites des décisions antérieures à 2007 218

La Commission des sanctions statue sur les griefs notifiés aux personnes mises en cause. Indépendante du Collège, elle est composée de 12 membres et comprend deux sections de 6 membres.

Le président de la Commission des sanctions est saisi par le président de l'AMF des griefs notifiés aux personnes mises en cause, suivant la décision prise par le Collège et le plus fréquemment par l'une de ses trois Commissions spécialisées au vu du rapport d'enquête ou de contrôle soumis à son examen. Le président de la Commission des sanctions désigne, pour chaque affaire, parmi les membres de la Commission, un rapporteur chargé d'instruire le dossier, en application de l'article R. 621-39 du code monétaire et financier. Le rapporteur s'appuie sur le Service de l'instruction et du contentieux des sanctions de l'AMF.

La Commission des sanctions est présidée, depuis le 29 mai 2006, par M. Daniel Labetoulle, président honoraire de la section du contentieux du Conseil d'État. La première section est présidée par le président de la Commission des sanctions et, la seconde, par Mme Claude Nocquet, conseiller à la Cour de cassation.

Au cours de l'année 2007, la Commission a traité plus de dossiers qu'elle n'en a reçu. En outre, le « stock » s'est « rajeuni » dès lors que les affaires les plus anciennes ont été jugées. Ainsi, au 31 décembre 2007, 12 procédures seulement sont antérieures au 1er janvier 2007. Dès lors, l'objectif d'un délai moyen de traitement d'un an a été quasiment atteint en 2007[1], et ce alors même que le nombre de personnes mises en cause et de griefs notifiés dans chacune des procédures s'est accru.

Par ailleurs, et afin de permettre de connaître en temps utile les raisons susceptibles de faire obstacle à la présence d'un membre de la Commission lors de la prise de décision, la procédure de sanction a été aménagée, par la loi n° 2007-1774 du 17 décembre 2007, avec l'instauration d'une procédure permettant à une personne mise en cause de demander la récusation d'un membre de la Commission des sanctions si elle estime qu'il existe, selon elle, une raison sérieuse de mettre en doute l'impartialité de ce membre.

1 – L'activité de la Commission des sanctions en 2007

Pour sa quatrième année d'exercice, la Commission des sanctions a eu une activité soutenue.

Elle a mené à leur terme, entre janvier et décembre 2007, 33[2] procédures dont 28 ont donné lieu au prononcé de sanctions à l'encontre de 65 personnes physiques ou morales (cf. tableau ci-après).

Les sanctions prononcées concernent des manquements aux règles relatives à l'information du public (13 procédures), aux opérations d'initié (5 procédures) et à la manipulation de cours (1 procédure). Les autres procédures ont abouti à une sanction sur le fondement de dispositions relatives aux prestataires de services d'investissement hors la gestion pour le compte de tiers (5 procédures) et aux prestataires de services d'investissement exerçant le service d'investissement de gestion pour le compte de tiers (4 procédures).

Toute décision prononcée par la Commission des sanctions peut faire l'objet d'un recours dans les conditions prévues aux articles R. 621-44 et suivants du code monétaire et financier. 53 personnes ont formé un recours devant la cour d'appel de Paris, la Cour de cassation et/ou le Conseil d'État à l'encontre de décisions de sanctions.

(1) Avec délai moyen de traitement d'une procédure de sanction de 14,7 mois.
(2) Ce chiffre ne comprend pas une décision qui n'a pas donné lieu à publication, ayant ordonné un supplément d'instruction.

Statistiques

Nombre de procédures ouvertes en 2007 : 29 procédures.

Nombre de procédures menées à leur terme en 2007 : 33[3]

Détail des 33 procédures menées à terme en 2007, dont 5 n'ont donné lieu à aucune sanction.
105 personnes concernées dont :
> 65 personnes sanctionnées (26 personnes morales et 39 personnes physiques) ;
> 40 personnes mises hors de cause (13 personnes morales et 27 personnes physiques).

Au total, 65 sanctions ont été prononcées qui se répartissent ainsi :

> 60 sanctions pécuniaires,
  – allant de 1 000 euros à 1 500 000 euros,
  – pour un montant total de 19 894 000 euros réparti entre 24 personnes morales (10 680 000 euros) et 36 personnes physiques (9 214 000 euros), dont 4 assorties d'un blâme et 1 d'un avertissement ;
> 2 interdictions temporaires d'exercer non assorties d'une sanction pécuniaire ;
> 3 avertissements non assortis d'une sanction pécuniaire.

Nombre de procédures de sanction en cours devant la Commission des sanctions fin 2007 : 37

Nombre de recours déposés au 31 décembre 2007 par les personnes sanctionnées :
53 (contre 28 en 2006)

Nombre de recours pendants devant la cour d'appel de Paris, la Cour de cassation et le Conseil d'État au 31 décembre 2007 : 45

Source : AMF

2 – Les décisions de la Commission des sanctions publiées en 2007 et leurs suites

1 > Décision du 19 janvier 2007, société Dexia Securities France (première section)[4]

La Commission des sanctions a prononcé une sanction pécuniaire de 5 000 euros à l'encontre de la société Dexia Securities France (DSF).

La Commission a retenu un seul des trois griefs notifiés à la société DSF car celle-ci avait enregistré des transactions successives intervenant pour l'exécution d'un ordre de vente, dans un « compte de stockage », et ce en violation des dispositions de l'article 3-1-1 du règlement général du CMF[5], dont il résulte que les services d'investissement doivent être exercés avec diligence, loyauté, équité, dans le respect de l'intégrité du marché.

Sans condamner de manière absolue le recours à un tel « stockage » à la vente, la Commission en a néanmoins subordonné la régularité à la condition que le prestataire ait pris toutes dispositions utiles pour éviter tout retard dans la livraison des titres vendus et assurer ainsi la bonne fin des opérations vis-à-vis des acquéreurs, afin de sauvegarder l'intérêt de ceux-ci et de préserver l'intégrité et la fluidité du marché.

(3) Six décisions n'ont donné lieu à aucune publication.
(4) Revue mensuelle de l'AMF, de mai 2007, n° 36.
(5) Reprises alors à l'article 321-24 du règlement général de l'AMF.

En l'espèce, la Commission a relevé qu'en connaissance de cause, la société DSF ne disposait pas de titres en propre et ne recourait pas à des emprunts de titres lorsqu'elle stockait des positions vendeuses, ce qui engendrait nécessairement des « suspens », c'est-à-dire des retards de livraison de titres, pour une durée pouvant aller jusqu'à sept jours. Elle a considéré que le manquement aux règles de bonne conduite édictées par l'article 3-1-1 du règlement général du CMF[6], dont il résulte que les services d'investissement doivent être exercés avec diligence, loyauté, équité, dans le respect de l'intégrité du marché, était constitué.

La Commission a, en revanche, écarté le deuxième grief tiré de ce que la société DSF aurait stocké sur une durée significative des positions, en relevant notamment que le stockage d'ordres totalement exécutés était marginal au sein de la société DSF et que, dans le cas du client de la société DSF ayant le plus bénéficié de cette pratique, cette situation résultait du fait que les ordres en cause avaient été directement négociés par un autre prestataire de cette société.

La Commission a également écarté le grief tiré de ce que la société DSF n'aurait pas stocké ses positions dans le cadre des dispositions régissant les ordres avec service de règlement à livraison différée (OSRD). Elle a rappelé que selon les articles 517-3 et 517-4 du règlement général de l'AMF, qui définissent le régime des OSRD, un prestataire de services d'investissement peut, à la demande de son client, différer, jusqu'à une date fixée par les règles du marché, le versement des fonds par l'acheteur et la livraison des titres par le vendeur, sous réserve d'obtenir de son client la constitution d'une couverture soit dans ses livres, soit dans ceux du teneur de compte conservateur. Elle a considéré que le fait, pour la société DSF, de ne pas s'être placée sous le régime des OSRD pour l'exécution d'ordres de clients, alors que ces derniers n'avaient pas exprimé leur intention que l'exécution de leurs ordres soit placée sous ce régime, ne saurait constituer un manquement aux articles 517-3 et 517-4 du règlement général de l'AMF.

La sanction pécuniaire de 5 000 euros prononcée à l'encontre de la société DSF a été fixée par la Commission, en tenant compte du fait que la société DSF a amendé ses procédures en matière de stockage peu après la publication d'une note de l'AMF à ce sujet et qu'elle subordonne désormais un stockage à la vente à la vérification préalable de sa capacité à emprunter les titres correspondants sur le marché.

2 > Décision du 25 janvier 2007, société ETC Pollak (anciennement ETC Pollak Prebon), MM. Philippe Jallet et Gurvan Le Gouil (deuxième section)[7]

La Commission des sanctions a prononcé un blâme et une sanction pécuniaire de 75 000 euros à l'encontre de la société ETC Pollak et un avertissement à l'encontre de deux de ses salariés, MM. Philippe Jallet et Gurvan Le Gouil.

S'agissant de la société ETC Pollak, la Commission des sanctions a tout d'abord considéré que le compte « erreurs » de la société de gestion avait été le support de l'exercice d'une activité de négociation pour compte propre, alors qu'elle ne disposait pas de l'agrément correspondant, en violation de l'article L. 532-1 du code monétaire et financier.

La Commission a également estimé que le grief tiré de l'insuffisance du contrôle interne, en application des articles 2-4-15 et 2-4-17 du règlement général du CMF[8], devait être retenu.

Elle a, en revanche, écarté le grief tiré de la non-justification d'un prix de transaction portant sur des obligations convertibles, fondé sur l'article 3-4-2 du règlement général du CMF[9]. La Commission a en effet relevé que ce texte qui vise exclusivement l'absence de justification de la pratique d'un prix différent de celui du prix de marché ne pouvait être appliqué en l'espèce dès lors qu'il ne peut exister un cours de référence assimilable à un prix de marché pour les obligations convertibles, en raison, notamment, du faible nombre d'opérateurs et de la faible liquidité des titres.

(6) Reprises alors à l'article 321-24 du règlement général de l'AMF.
(7) Revue mensuelle de l'AMF, de septembre 2007, n° 39.
(8) Repris alors aux articles 321-21 et 321-23 du règlement général de l'AMF.
(9) Repris alors à l'article 321-77 du règlement général de l'AMF.

S'agissant de M. Gurvan Le Gouil, salarié de la société de gestion, la Commission a considéré qu'il avait, d'abord, pris des positions pour le compte propre de la société ETC Pollak, enregistrées dans le compte « erreurs », non conformes à l'agrément dont cette dernière disposait, en contravention avec l'article 8 du recueil de déontologie du prestataire, dont le respect s'impose en application de l'article 3-1-1, alinéa 5, du règlement général du CMF[10], ensuite, manqué à son obligation d'exercer le service d'exécution pour compte de tiers avec diligence, loyauté et équité, dans le respect de la primauté des intérêts des clients, enfin, qu'il avait fait preuve d'un comportement déloyal envers le contrôle interne de l'établissement, en violation des articles 3-3-1 et 3-1-1 alinéa 3 du règlement général du CMF[11].

S'agissant de M. Philippe Jallet, également salarié de la société de gestion, il a été considéré que ce dernier n'avait pas fait prévaloir les intérêts des clients en n'assurant pas la meilleure exécution possible des ordres, en violation des articles 3-3-1 et 3-1-1 alinéa 3 du règlement général du CMF.

3 > Décision du 1er février 2007, sociétés Parel et Refco Securities SA (deuxième section)[12]

La Commission des sanctions a prononcé un avertissement et une sanction pécuniaire de 100 000 euros à l'encontre de la société Parel et une sanction pécuniaire de 200 000 euros à l'encontre de la société Refco Securities.

En ce qui concerne la société Parel, la Commission des sanctions a considéré qu'en raison du défaut d'établissement de conventions de compensation, de tenue de compte et de tenue de compte conservation avec certains clients, cette dernière avait manqué aux dispositions relatives à la contractualisation des relations avec les clients posées par les articles 2-4-12 et 2-4-13 du règlement général du CMF[13].

La Commission a également estimé que la société Parel avait pratiqué des « tirages sur la masse » à la suite des ventes de titres sans provision effectuées pour certains de ses clients, en violation de l'article 6-3-3 du règlement général du CMF qui prohibe cette pratique et qu'elle avait manqué à ses obligations de vigilance et de prompte réaction, prescrites par les articles 27 et 28 de la décision CMF n° 2001-01 prise en application de l'article 6-2-5 du règlement général du CMF[14]. Elle s'est abstenue, en effet, d'assurer le suivi de la régularisation des positions vendeuses des comptes propres et techniques des prestataires négociateurs, d'engager une action spécifique auprès de ces derniers aux fins de régularisation des positions vendeuses non couvertes, et de recourir à un emprunt d'instruments financiers aux fins de couverture des positions vendeuses.

En ce qui concerne la société Refco Securities, la Commission des sanctions a considéré qu'elle avait manqué à son obligation d'exercer les diligences nécessaires au respect des règles de bonne conduite et à l'intégrité du marché, dont les règles de dénouement des opérations sur un marché au comptant posées par les articles 3-1-1, 3-4-1 et 4-1-35 du règlement général du CMF[15], en ayant laissé perdurer un suspens sans chercher à mettre en place un emprunt d'instruments financiers.

La Commission des sanctions a également estimé que la société Refco Securities avait manqué à ses obligations de filtrage aux fins de validation ou de rejet des ordres, obligations résultant des règles de marché d'Euronext et de l'article 11 de la décision générale du CMF n° 99-07 prise en application de l'application de l'article 3-3-7 du règlement général CMF[16].

(10) Repris alors à l'article 321-24 du règlement général de l'AMF.
(11) Repris alors aux articles 321-42 et 321-24 du règlement général de l'AMF.
(12) Revue mensuelle de l'AMF, de juin 2007, n° 37.
(13) Dont les dispositions ont été reprises aux articles 321-68 et 321-69 du règlement général de l'AMF.
(14) Dont les dispositions ont été reprises aux articles 332-34 et 332-35 du règlement général de l'AMF.
(15) Repris alors aux articles 321-24, 321-76, et 517-2 et suivants du règlement général de l'AMF.
(16) Dispositions reprises alors à l'article 321-63 du règlement général de l'AMF.

En revanche, la Commission a écarté le grief tiré du non-respect du principe de la fixité du capital des sociétés anonymes[17], considérant que ce manquement n'entrait pas dans son champ de compétence.

La société Refco Securities a formé un recours à l'encontre de cette décision devant le Conseil d'État.

4 > Décision du 15 février 2007, MM. Thierry Boutin, Olivier Baudouin et Laurent Skrypczak (deuxième section)[18]

La Commission des sanctions a prononcé une sanction pécuniaire de 10 000 euros à l'encontre de MM. Olivier Baudouin et Laurent Skrypczak, membres du directoire de la société PGO Automobiles (PGO) et de 500 000 euros à l'encontre de M. Thierry Boutin, vice-président du conseil de surveillance et actionnaire majoritaire de la société PGO à l'époque des faits, pour avoir manqué aux exigences de précision, de sincérité et d'exactitude prescrites par les articles 1 à 4 du règlement COB n° 98-07 relatif à l'obligation d'information du public[19].

En ce qui concerne MM. Olivier Baudouin et Laurent Skrypczak, la Commission a estimé que l'information qu'ils avaient communiquée dans des documents intitulés « Lettres aux actionnaires » était inexacte, en raison de la surévaluation du nombre de véhicules produits et livrés, de telle sorte que les investisseurs, ayant été induits en erreur sur les capacités de production de la société PGO, n'avaient pas pu prendre en toute connaissance de cause leurs décisions.

En ce qui concerne M. Thierry Boutin, la Commission a considéré que le *memorandum* de vente qu'il avait communiqué, en novembre 2004, à divers opérateurs de marché, comportait des informations fausses ou trompeuses sur le nombre de véhicules produits ou à produire et des prévisions financières extrapolées à partir de ces données.

La Commission a, en revanche, écarté le grief reproché à MM. Olivier Baudouin et Laurent Skrypczak, tiré du défaut de communication au public des comptes de l'exercice 2003 de la société PGO en relevant que même si cette publication était intervenue plus de six mois après la clôture de l'exercice, les comptes sociaux pour l'exercice 2003 avaient bien été portés à la connaissance du public.

La Commission a également écarté, en l'absence d'éléments probants, le grief notifié à M. Thierry Boutin tiré de la communication à des investisseurs potentiels d'une information financière inexacte relative à une éventuelle cession de la participation de la société Casalva Germany Gmbh, détenue et dirigée par M. Thierry Boutin, dans la société PGO, à un groupe koweïtien.

MM. Thierry Boutin, Olivier Baudouin et Laurent Skrypczak ont formé un recours à l'encontre de cette décision devant la cour d'appel de Paris.

5 > Décision du 1er mars 2007, MM. Jacques Tordjman, Michel Beilin, Yves Roy, Pierre Chiarelli, Frédéric-Georges Roux, Anthony Pallier et Laurent Daure (deuxième section)[20]

La Commission des sanctions a prononcé une sanction pécuniaire de 400 000 euros à l'encontre de M. Jacques Tordjman, président-directeur général de la société GFI Informatique (GFI), une sanction pécuniaire de 300 000 euros à l'encontre de M. Michel Beilin, directeur général délégué et administrateur de la société GFI, une sanction pécuniaire de 50 000 euros à l'encontre de M. Yves Roy, directeur général délégué et secrétaire de la société GFI, une sanction pécuniaire de 100 000 euros à l'encontre de M. Pierre Chiarelli, directeur général délégué de la société GFI et une sanction pécuniaire de 1 000 euros à l'encontre de M. Frédéric-Georges Roux, conseiller de M. Jacques Tordjman.

(17) Résultant de l'article L. 228-10 du code de commerce.
(18) Revue mensuelle de l'AMF, de mai 2007, n° 36.
(19) Dont les dispositions, reprises par le règlement général de l'AMF, figurent aujourd'hui aux articles 221-1, 223-1, 223-2 et 632-1.
(20) Revue mensuelle de l'AMF, de juin 2007, n° 37.

M. Bruno Chabert, contrôleur de gestion au sein de la société GFI, M. Anthony Pallier, responsable des relations investisseurs au sein de la société GFI, et M. Laurent Daure, analyste chez Kepler Equities, ont été mis hors de cause.

La Commission a considéré que MM. Jacques Tordjman, Michel Beilin, Yves Roy et Pierre Chiarelli, ainsi que M. Frédéric-Georges Roux, en cédant des titres GFI alors qu'ils étaient détenteurs d'une information à caractère privilégié relative aux prévisions à la baisse de marge opérationnelle de la société, avaient transgressé leur devoir absolu d'abstention résultant des articles 1, 2 et 4 du règlement COB n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée, repris aux articles 621-1, 622-1 et 622-2 du règlement général de l'AMF.

Elle a par ailleurs estimé que M. Jacques Tordjman n'avait pas respecté ses obligations déclaratives en effectuant, le 15 avril 2005, une déclaration de franchissement à la baisse du seuil de 10 % du capital social de la société GFI, à la fois tardive et erronée, en violation des dispositions combinées des articles 222-12 du règlement général de l'AMF, L. 223-7 du code de commerce et 247-1 du décret du 23 mars 1967.

Elle a, en revanche, écarté les griefs tirés de la transmission d'une information inexacte reprochés à M. Jacques Tordjman.

MM. Jacques Tordjman, Michel Beilin et Yves Roy ont formé un recours à l'encontre de cette décision devant la cour d'appel de Paris.

6 > Décision du 15 mars 2007, société Man Financial SA et M. X (première section)[21]

La Commission des sanctions a prononcé une sanction pécuniaire de 80 000 euros à l'encontre de la société Man Financial SA et a mis hors de cause M. X , en sa qualité de directeur général en charge du contrôle des services d'investissement de la société Man Financial SA au moment des faits.

La Commission a tout d'abord retenu le grief tiré de l'exercice sans agrément du service de négociation pour compte propre, fondé sur l'article L. 532-1 du code monétaire et financier, dès lors que la société Man Financial SA avait enregistré sur des comptes « erreurs » des opérations susceptibles de relever du service de négociation pour compte propre, pour lequel elle n'était pas agréée, elle a également retenu le grief tiré du non-respect des diligences en matière de contrôle de l'exercice des services d'investissement, fondé sur l'article L. 533-4 alinéa 3 du code monétaire et financier et sur l'article 3 1-3 du règlement général du CMF[22], ainsi que celui relatif au défaut de mise en œuvre des moyens humains et techniques nécessaires à l'accomplissement des missions dévolues au responsable du contrôle des services d'investissement, fondé sur l'article L. 533-4 alinéa 3 du code monétaire et financier et sur les articles 3-1-1 et 3-1-5 du règlement général du CMF[23].

La Commission a, en revanche, écarté le grief tiré de ce que la société Man Financial aurait eu la qualité de contrepartie dans des négociations de gré à gré sur la marché obligataire, fondé sur l'article L. 532-1 du code monétaire et financier et l'article 2-2-1 du règlement général du CMF[24], en relevant qu'au regard des pièces du dossier, la société Man FInancial exerçait « une activité de rapprochement, sans s'ériger en contrepartie, entre acheteur et vendeur ».

La Commission a également écarté le grief, fondé sur l'article L. 533-4 alinéa 2 du code monétaire et financier et sur les articles 3-1-1 et 3-3-1 du règlement général du CMF[25], tiré de la méconnaissance du principe de primauté des intérêts du client, en raison du faible nombre d'opérations

(21) Revue mensuelle de l'AMF, de juillet-août 2007, n° 38.
(22) Repris à l'article 321-26 du règlement général de l'AMF.
(23) Repris alors aux articles 324-24 et 321-28 du règlement général de l'AMF.
(24) Repris à l'article 321-1 du règlement général de l'AMF.
(25) Repris alors aux articles 321-24 et 321-42 du règlement général de l'AMF.

effectuées par la société Man Financial SA et susceptibles d'avoir été exécutées au détriment des intérêts de ses clients.

Enfin, elle a mis hors de cause M. X , en relevant qu'il ne disposait pas des moyens ni de la possibilité de remédier, par sa seule initiative, aux carences relevées au sein de la société Man Financial SA, et ce compte tenu des liens de dépendance existant entre cette dernière et sa maison mère.

7 > À l'égard de la société Altran Technologies, MM. Alexis Kniazeff, Hubert Martigny, Michel Friedlander, Frédéric Bonan, Alain Rougagnou, Philippe Hontarrède et Gérard Bienaimé

Décision de la Commission des sanctions du 29 mars 2007 (première section)[26]

La Commission des sanctions a prononcé une sanction pécuniaire de 1,5 million d'euros à l'encontre de la société Altran Technologies (Altran), de 1 million d'euros à l'encontre de M. Alexis Kniazeff, son président-directeur général à l'époque des faits, de 1 million d'euros chacun à l'encontre de MM. Hubert Martigny et Frédéric Bonan, ses directeurs généraux délégués, et membres du conseil d'administration à l'époque des faits, de 500 000 euros à l'encontre de M. Michel Friedlander, son directeur général délégué et membre du conseil d'administration à l'époque des faits et de 50 000 euros chacun à l'encontre de MM. Philippe Hontarrède et Gérard Bienaimé, associés respectivement des cabinets Ernst & Young Audit et Concorde Européenne Audit France, personnellement en charge du dossier Altran à l'époque des faits et signataires des rapports sur les comptes annuels et consolidés.

En revanche, la Commission a mis hors de cause M. Alain Rougagnou, directeur adjoint salarié à l'époque des faits. Elle a, en effet, considéré qu'il n'était pas établi qu'il ait eu de compétence décisionnelle en matière de communication d'information financière, ni même qu'il ait personnellement pris part à la communication des informations inexactes.

La Commission a constaté que l'information figurant dans les comptes consolidés aux 30 décembre 2001 et 30 juin 2002 et dans les communiqués de l'année 2002 de la société Altran était inexacte, trompeuse ou erronée en ce que le chiffre d'affaires et le résultat de la société Altran avaient été artificiellement majorés grâce à des enregistrements comptables irréguliers relatifs aux relations de la société Altran avec ses filiales ou grâce à des enregistrements de factures à établir fictives qui, en l'absence de prestation correspondante, ne recouvraient aucune réalité économique. La Commission a également observé que les informations figurant dans les communiqués relatifs au taux d'activité des consultants – qui était un indicateur essentiel de l'activité de la société Altran –, au taux de croissance du chiffre d'affaires et du résultat, aux cessions de créances professionnelles et aux *earn out* (« compléments de prix ») relatifs à des rachats de sociétés étaient inexactes.

Dans ces conditions, la Commission a estimé que la société Altran et ses dirigeants, MM. Alexis Kniazeff, Hubert Martigny et Frédéric Bonan avaient méconnu les articles 1 à 3 du règlement COB n° 98-03 relatif à l'information du public[27].

Elle a considéré que M. Michel Friedlander, directeur général délégué et administrateur de la société Altran, qui était plus particulièrement chargé et responsable de la communication financière, devait normalement connaître l'inexactitude de la communication financière de la société relative au taux d'activité des consultants, au taux de croissance du chiffre d'affaires et du résultat, aux cessions de créances professionnelles et aux *earn out* relatifs à des rachats de sociétés. En revanche, la Commission a estimé qu'il n'était pas établi qu'il ait su ou aurait dû savoir que la présentation comptable résultant de la majoration artificielle du chiffre d'affaires au 31 décembre 2001 et au 30 juin 2002 n'était pas conforme à la réalité.

(26) Revue mensuelle de l'AMF, de juin 2007, n° 37.
(27) Repris par le règlement général de l'AMF et qui figurent aujourd'hui aux articles 221-1, 223-1 et 632-1.

En ce qui concerne les commissaires aux comptes, MM. Philippe Hontarrède et Gérard Bienaimé, la Commission des sanctions a estimé qu'en certifiant les comptes au 31 décembre 2001, alors qu'ils auraient dû savoir que l'information communiquée était inexacte, imprécise et trompeuse, ils avaient commis un manquement aux dispositions de l'article 632-1 du règlement général de l'AMF.

La Commission a souligné la particulière gravité des manquements relevés à l'égard de la société Altran et de ses dirigeants, manquements commis de manière réitérée, de façon consciente, pendant une durée significative, surtout par « une société cotée inscrite au Premier marché et ayant attiré, à la suite d'une remarquable réussite technique et commerciale, l'attention de nombreux investisseurs en droit d'attendre d'elle un comportement loyal et sincère ». Dans ces conditions, elle en a déduit que la gravité de ces manquements justifiait un plein usage par l'AMF des pouvoirs de sanction prévus par le législateur.

En ce qui concerne les sanctions prononcées à l'encontre des commissaires aux comptes, la Commission a estimé que, dans les circonstances de l'espèce, l'insuffisance de leurs diligences devait être « rapprochée de la situation dans laquelle le comportement de la société les avait placés ».

La société Altran, MM. Alexis Kniazeff, Hubert Martigny, Frédéric Bonan, Michel Friedlander et MM. Philippe Hontarrède et Gérard Bienaimé ont formé un recours à l'encontre de cette décision devant la cour d'appel de Paris.

Ordonnance du conseiller délégué par le premier président de la cour d'appel de Paris du 2 octobre 2007, M. Frédéric Bonan

Par ordonnance du 2 octobre 2007, le conseiller délégué par le premier président de la cour d'appel de Paris a rejeté la requête déposée par M. Frédéric Bonan aux fins de sursis à exécution de la décision de la Commission des sanctions du 29 mars 2007[28]. Le conseiller délégué par le premier président de la cour d'appel de Paris a considéré, d'une part, que les éléments déposés à l'appui du recours ne permettaient pas de vérifier la réalité de la situation patrimoniale invoquée par le requérant et, d'autre part, qu'en tout état de cause, l'exécution de la décision de la Commission des sanctions ne modifierait pas substantiellement sa situation déjà lourdement obérée.

8 > Décision du 29 mars 2007, Banca Popolare di Milano et MM. Roberto Mazzotta et Fabrizio Viola (deuxième section)[29]

La Commission des sanctions a prononcé une sanction pécuniaire de 950 000 euros à l'encontre de la Banca Popolare di Milano (BPM) et une sanction pécuniaire de 100 000 euros à l'encontre de M. Fabrizio Viola, son directeur général et financier au moment des faits. En revanche, elle a mis hors de cause M. Roberto Mazzotta, président de la BPM.

La Commission a estimé que la BPM et M. Fabrizio Viola avaient manqué à leur devoir absolu d'abstention, imposé par les articles 611-1, 622-1 et 622-2 du règlement général de l'AMF, en acquérant des titres Galeries Lafayette sur le fondement de l'information à caractère privilégié selon laquelle la Banque fédérative du Crédit Mutuel avait décidé d'acquérir hors marché tout bloc d'actions Galeries Lafayette qui lui serait proposé, et ce à un prix largement supérieur au cours de bourse. La Commission a en effet considéré que les acquisitions d'un aussi grand nombre d'actions Galeries Lafayette, ainsi réalisées en quelques heures, ne pouvaient s'expliquer que par la détention de cette information, compte tenu de leur caractère exceptionnel, massif et inattendu au regard de la stratégie d'achat de la BPM. En outre, la Commission a rappelé que même dans l'hypothèse selon laquelle des acquisitions, faites en connaissance d'une information privilégiée, se seraient inscrites dans une stratégie d'investissement, cette circonstance n'était pas de nature à justifier la violation du devoir d'abstention.

(28) Revue mensuelle de l'AMF, de juin 2007, n° 37.
(29) Revue mensuelle de l'AMF, de juin 2007, n° 37.

La Commission a fixé le montant de la sanction pécuniaire prononcée à l'encontre de M. Fabrice Viola à 100 000 euros en considérant qu'il avait agi pour le seul compte de la BPM et n'avait tiré aucun profit direct du manquement commis.

La sanction pécuniaire de 950 000 euros prononcée à l'encontre de la BPM a été fixée par la Commission en tenant compte de l'économie de 905 292 euros réalisée grâce à la connaissance de l'information privilégiée, mais sans tenir compte des plus-values liées à la revente ultérieure des actions par la BPM.

La Commission a mis hors de cause M. Roberto Mazzotta, président de la BPM, en considérant qu'il n'était pas démontré que celui-ci ait transmis l'information privilégiée et pris une part active aux acquisitions de titres Galeries Lafayette réalisées pour le compte de la BPM.

9 > Décision du 5 avril 2007, société Europe Finance et Industrie, MM. Francis Piot, Philippe Sénéchal et Guy Moraschetti (première section)[30]

La Commission des sanctions a prononcé une sanction d'un montant de 10 000 euros à l'encontre de M. Francis Piot, dirigeant de la société Intégral Media. En revanche, elle a mis hors de cause ses commissaires aux comptes, MM. Philippe Sénéchal et Guy Moraschetti, ainsi que la société Europe Finance et Industrie.

En ce qui concerne M. Francis Piot, la Commission des sanctions a considéré que les informations comptables relatives à la société Intégral Media, communiquées dans le prospectus simplifié établi en 2002 lors de son inscription sur le Marché libre, étaient inexactes, dans la mesure où certaines factures et certaines opérations avaient été indûment comptabilisées. Elle a estimé que ces faits caractérisaient non seulement un manquement aux dispositions de l'article 3 du règlement COB n° 98-07 relatif à l'obligation d'information du public, reprises par l'article 632-1 du règlement général de l'AMF, mais également une méconnaissance de l'article 6 du règlement COB n° 98-08 relatif à l'offre au public d'instruments financiers[31].

La Commission a, en revanche, décidé de mettre hors de cause MM. Philippe Sénéchal et Guy Moraschetti considérant que ces derniers n'avaient pas méconnu la portée de leurs obligations professionnelles en n'estimant pas que des diligences supplémentaires devaient être entreprises. La Commission a relevé, à cet égard, que les travaux relatifs aux comptes intermédiaires et prévisionnels avaient été effectués dans le cadre d'une revue limitée et non à l'occasion d'une certification de comptes annuels, et que leurs travaux avaient été menés sur la foi et au vu des indications données par M. Francis Piot et des engagements pris par ce dernier.

La Commission a également mis hors de cause la société Europe Finance et Industrie en considérant que le fait de ne pas avoir relevé que le conseil d'administration ne comportait que deux membres au lieu des trois requis par l'article L. 225-17 du code de commerce, de sorte que les mandats des commissaires aux comptes avaient été accordés par un conseil d'administration irrégulièrement composé, ne constituait pas une méconnaissance des articles 3-1-1 du règlement général du CMF[32], et de l'article 6 alinéa 3 du règlement COB n° 98-08[33].

M. Francis Piot a formé un recours à l'encontre de cette décision devant la cour d'appel de Paris.

(30) Revue mensuelle de l'AMF, de septembre 2007, n° 39.
(31) Repris alors à l'article 212-14 alinéa 2 du règlement général de l'AMF, M. Francis Piot ayant attesté la sincérité des informations du prospectus.
(32) Repris alors à l'article 321-24 du règlement général de l'AMF.
(33) Repris alors à l'article 212-14 alinéa 2 du règlement général de l'AMF.

10 > Décision du 10 mai 2007, M. Vincent Tissier (formation plénière)[34]

La Commission des sanctions a prononcé à l'encontre de M. Vincent Tissier, directeur général de la société La Soie, dont il détenait 5 % du capital, une sanction pécuniaire de 10 000 euros.

La Commission a estimé que M. Vincent Tissier avait commis un manquement à la bonne information du public en s'abstenant de porter à la connaissance du public l'information relative à la composition réelle du capital de la société La Soie, dont il avait connaissance et qui était susceptible d'avoir une influence significative sur le cours du titre La Soie, en rappelant que cette information était susceptible de modifier l'appréciation portée par les investisseurs notamment sur la liquidité de l'action, sur sa capacité d'influer sur les décisions de la société, ainsi que sur le risque que comportait l'achat des titres que celle-ci avait émis.

La Commission des sanctions a rappelé à cet égard que l'obligation, prévue à l'article 4 du règlement COB n° 98-07[35], d'informer le public de tout fait important susceptible d'avoir une influence significative sur le cours d'un instrument financier, mise à la charge de l'émetteur, s'impose également aux dirigeants de l'émetteur.

Implicitement, mais nécessairement, la Commission a ainsi estimé que l'omission par l'article 221-1 du règlement général de l'AMF, dans sa version homologuée par l'arrêté du 4 janvier 2007, de ce que les obligations mises à la charge de l'émetteur s'imposent également aux dirigeants de l'émetteur résultait d'une simple erreur de retranscription dépourvue de tout effet sur la situation des dirigeants et qui n'avait pas pour effet de conduire à une application rétroactive de l'article 221-1 amputé de son dernier alinéa[36].

11 > Décision du 24 mai 2007, société Rhodia et MM. Jean-Pierre Tirouflet, Patrick Iweins, Pierre Riou et Yves-René Nanot (formation plénière)[37]

La Commission des sanctions de l'AMF a prononcé une sanction pécuniaire de 750 000 euros à l'encontre de la société Rhodia et de 500 000 euros à l'encontre de M. Jean-Pierre Tirouflet, président-directeur général de cette société de 1998 jusqu'à sa démission, le 3 octobre 2003. Elle a, en revanche, mis hors de cause M. Yves-René Nanot – aujourd'hui président de la société Rhodia et, à l'époque des faits, membre du conseil d'administration et président de son comité des comptes – et MM. Patrick Iweins, Pierre Riou, commissaires aux comptes de la société Rhodia.

À l'encontre de la société Rhodia, la Commission des sanctions a retenu divers griefs tenant au caractère inexact, imprécis et trompeur de sa communication financière concernant l'évolution de l'activité de la société Chirex acquise par Rhodia en 2000, la comptabilisation des actifs d'impôts différés, la dette de la société Rhodia et notamment de ses engagements hors bilan.

La Commission des sanctions a, en revanche, écarté divers griefs concernant notamment la communication relative à la trésorerie de la société Rhodia ainsi que sur les risques environnementaux.

La Commission a par ailleurs considéré que les griefs retenus à l'encontre de la société Rhodia devaient l'être également à l'égard de M. Jean-Pierre Tirouflet pour la période antérieure à sa démission. Elle a, en revanche, écarté les griefs articulés à l'encontre de M. Yves-René Nanot en considérant qu'un président du comité des comptes et administrateur d'un émetteur, dès lors qu'il n'a pas la qualité de dirigeant opérationnel, ne saurait se voir imputer un manquement aux dispositions de l'article 632-1 du règlement général de l'AMF relatif à la communication de fausse information, sauf à ce qu'il ait été investi de pouvoirs particuliers ou qu'il soit démontré qu'il a personnellement

(34) Revue mensuelle de l'AMF, de juillet-août 2007, n° 38.
(35) Repris par le règlement général de l'AMF et qui figure aujourd'hui à l'article 223-2.
(36) Cette solution a été explicitée dans la décision de la Commission des sanctions, rendue le 21 novembre 2007, à l'égard de MM. Kacem Ait Yala, Dominique Leveque, Rabah Mansouri et Lucien Zouary.
(37) Revue mensuelle de l'AMF, de juillet-août 2007, n° 38.

communiqué au public une information inexacte, imprécise ou trompeuse. Elle a également écarté les griefs notifiés aux commissaires aux comptes en estimant, notamment, que l'insuffisance de diligences qui leur était reprochée n'était pas établie.

La société Rhodia et M. Jean-Pierre Tirouflet ont formé un recours à l'encontre de cette décision devant la cour d'appel de Paris.

12 > Décision du 7 juin 2007, sociétés Vivendi Universal, Deutsche Bank Aktiengesellschaft, Ferox Capital Management Ltd, Meditor Capital Management Ltd, UBS O'connor et GLG Partners Lp (formation plénière)[38]

La Commission des sanctions a prononcé un blâme et une sanction pécuniaire de 750 000 euros à l'encontre de Deutsche Bank Aktiengesellschaft (Deutsche Bank AG), prestataire de services d'investissement.

Elle a également prononcé, à l'encontre de quatre sociétés de gestion établies à Londres, une sanction pécuniaire de 1 million d'euros à l'encontre de la société Ferox Capital Management Ltd, 1,5 million d'euros à l'encontre de la société Meditor Capital Management Ltd, 1,5 million d'euros à l'encontre de la société UBS O'connor et 1,5 million d'euros à l'encontre de la société GLG Partners Lp.

Elle a en revanche mis hors de cause la société Vivendi.

La Commission a rappelé que, le 14 novembre 2002, la société Vivendi Universal, aujourd'hui dénommée Vivendi, a annoncé le lancement d'une émission d'obligations remboursables en actions Vivendi (ORA) pour un montant maximal de 1 milliard d'euros dont le coordinateur global et chef de file teneur de livre était Deutsche Bank AG.

La Commission a retenu à l'encontre de Deutsche Bank AG trois griefs. En premier lieu, elle a estimé qu'alors que l'article 3-5-11 du règlement général du CMF applicable à l'époque des faits[39] imposait au prestataire habilité pratiquant des sondages de marché de tenir une liste des personnes ayant accepté d'être interrogées, sur laquelle il mentionne la date et l'heure auxquelles il les a appelées, le tableau établi par Deutsche Bank AG était incomplet. Sur ce point, elle a également relevé qu'en méconnaissance de ces mêmes dispositions, un préposé de Deutsche Bank AG avait pratiqué une opération de sondage de marché sans avoir sollicité l'accord préalable de la personne interrogée et sans l'avoir informée qu'un accord de sa part le conduirait à recevoir une information privilégiée. En deuxième lieu, la Commission des sanctions a retenu le grief tiré d'un manquement aux dispositions de l'article 3-4-3 du règlement général du CMF relatives à la conservation et à l'enregistrement des conversations téléphoniques[40], au motif que Deutsche Bank AG avait détruit ceux de ses employés concernant le placement de l'ORA. Elle a également retenu, en troisième lieu, le grief tiré d'un manquement aux dispositions de l'article 4 ter-3 du règlement COB n° 98-01 relatif à l'information à diffuser lors de l'admission aux négociations sur un marché réglementé d'instruments financiers et lors de l'émission d'instruments financiers dont l'admission aux négociations sur un marché réglementé est demandée[41], dès lors que le produit que la note d'opération décrivait était différent de celui effectivement placé auprès des investisseurs institutionnels.

En revanche, le grief notifié à la société Vivendi d'avoir décrit dans la note d'opération un produit différent de celui placé par Deutsche Bank AG a été écarté, au motif que l'initiative du mode de placement mis en place par Deutsche Bank AG n'avait pas été le fait de l'émetteur.

La Commission a, enfin, retenu le grief notifié aux sociétés Ferox Capital Management Ltd, Meditor Capital Management Ltd, UBS O'connor et GLG Partners Lp d'avoir utilisé l'information privilégiée résultant du sondage de marché en ayant vendu massivement des actions avant l'annonce officielle de

(38) Revue mensuelle de l'AMF, de juillet-août 2007, n° 38.
(39) Repris alors à l'article 321-107 du règlement général de l'AMF.
(40) Reprises alors à l'article 321-78 du règlement général de l'AMF.
(41) Reprises alors par le règlement général de l'AMF à l'article 212-16.

l'opération. La Commission des sanctions a estimé que les éléments constitutifs d'un manquement d'initié étaient réunis. Elle a notamment relevé que ce n'était que dans la journée du 13 novembre et dans la matinée du 14 novembre, soit pendant les heures qui ont immédiatement précédé l'annonce officielle de l'émission, que les sociétés mises en cause avaient procédé sur le marché de l'action Vivendi à des opérations portant sur des montants très importants et très sensiblement supérieurs à ceux des jours précédents et qu'aucune explication n'avait été donnée de cette concentration d'opérations.

Les sociétés GLG Partners Lp, Ferox Capital Management Ltd et Meditor Capital Management Ltd ont chacune formé à l'encontre de cette décision un recours devant la cour d'appel de Paris et devant le Conseil d'État.

13 > Décision du 14 juin 2007, sociétés Crédit du Nord et Clinique du rond-point des Champs-Élysées, M. Christian Marty et M. Bernard Sillam (première section)[42]

La Commission des sanctions a prononcé un blâme et une sanction pécuniaire de 10 000 euros à l'encontre de M. Christian Marty, gérant de portefeuilles individuels à la société Crédit du Nord, une sanction pécuniaire de 10 000 euros à l'encontre de la société Clinique du rond-point des Champs-Élysées (CRPCE) et une sanction pécuniaire de 10 000 euros à l'encontre de M. Bernard Sillam, qui était, à l'époque des faits, successivement son directeur général en charge de la communication et des relations extérieures puis son président-directeur général. En revanche, la Commission a mis hors de cause la société Crédit du Nord.

La Commission a retenu le grief, tiré du défaut d'information du public, fondé sur les articles 1, 4 et 8 du règlement COB n° 98-07 relatif à l'obligation d'information du public[43], notifié à M. Bernard Sillam et à la société CRPCE en relevant que cette dernière n'avait pas communiqué sur ses comptes, après la mise sur le marché de ses actions le 15 juin 2001. En outre, la Commission a relevé qu'en dehors des périodes d'approbation des comptes, en dépit des difficultés financières de la société CRPCE et de l'effondrement du cours de son action, la société n'avait pas davantage fourni d'informations au marché.

La Commission a par ailleurs considéré que M. Christian Marty avait commis un manquement aux dispositions de l'article 2 du règlement COB n° 96-03, repris alors à l'article 322-31 du règlement général de l'AMF, prévoyant l'obligation de promouvoir l'intérêt du mandant, en omettant, à l'occasion d'achats de titres, de déclarer au déontologue du Crédit du Nord qu'il avait en gestion de portefeuille M. Bernard Sillam, ce qui avait empêché le Crédit du Nord d'exercer complètement sa mission de prévention des conflits d'intérêts.

En revanche, la Commission a écarté les autres griefs notifiés à M. Christian Marty et au Crédit du Nord sur le fondement des dispositions du règlement COB n° 96-03 relatif à l'activité de gestion de portefeuille pour le compte de tiers[44], tirés, d'une part, de l'inadéquation de la part des portefeuilles investis en actions avec le niveau de risque accepté par les clients, et, d'autre part, des déficiences de l'organisation du Crédit du Nord que révéleraient les conditions irrégulières dans lesquelles auraient eu lieu les achats de blocs de titres CRPCE ainsi que les achats de titres insuffisamment liquides. La Commission a également écarté les griefs notifiés au Crédit du Nord tirés d'une part du caractère lacunaire de la transmission aux mandants de l'information nécessaire sur la gestion de leur portefeuille, fondé sur l'article 23 du règlement COB n° 96-03[45], prévoyant l'obligation d'assurer au mandant toute l'information nécessaire sur la gestion de portefeuille et, d'autre part, du manquement tiré de la violation de l'obligation de veiller à l'égalité de traitement entre portefeuilles gérés, résultant de l'article 4 du règlement COB n° 96-03, repris alors à l'article 322-34 du règlement général de l'AMF.

(42) Revue mensuelle de l'AMF, de septembre 2007, n° 39.
(43) Repris par le règlement général de l'AMF et qui figurent aujourd'hui aux articles 221-1, 223-2 et 223-9.
(44) Reprises par le règlement général de l'AMF.
(45) Repris alors à l'article 322-71 du règlement général de l'AMF.

14 > Décision du 14 juin 2007, M. Alain Predo, société Paul Predault, MM. Jean-Baptiste Poncet et Thierry Couderc et sociétés Groupe AEE et AACE Île-de-France (deuxième section)[46]

La Commission des sanctions a prononcé à l'encontre de la société Paul Predault et de M. Alain Predo, son président-directeur général à l'époque des faits, une sanction pécuniaire de 10 000 euros chacun. En revanche, elle a mis hors de cause MM. Jean-Baptiste Poncet et Thierry Couderc, ainsi que les sociétés Groupe AEE et AACE Île-de-France, commissaires aux comptes de la société à l'époque des faits.

La Commission a retenu un seul des quatre griefs notifiés à la société Paul Predault et à M. Alain Predo, tiré de l'absence de mention, dans les comptes sociaux et consolidés des exercices 2002 et 2003 de la société Paul Predault, de délais de règlements importants accordés sans contrepartie financière, en violation des exigences résultant des articles 1 à 3 du règlement COB n° 98-07 relatif à l'information du public[47]. Elle a en effet considéré que l'annexe des comptes aurait dû comporter, à propos du traitement particulier réservé aux créances sur ce client, une mention spécifique précisant leur montant, les délais de paiement accordés et, si telle était la certitude des dirigeants de la société Paul Predault, l'absence de tout risque d'impayé.

Après avoir rappelé que le principe de la continuité de la personne morale impliquait que celle-ci réponde des manquements qu'elle avait commis quand bien même ses actionnaires et dirigeants auraient changé au moment du prononcé de la décision, la Commission a décidé que ces manquements étaient imputables au dirigeant de la société Paul Predault comme à la société elle-même.

En revanche, la Commission a écarté le manquement tiré de la comptabilisation des factures de centrales d'achat en raison notamment de l'imprécision des factures sur lesquelles il était fondé, ainsi que les manquements, notifiés également aux commissaires aux comptes, tirés de la valorisation de la société Les Sarthoises et de la comptabilisation des effets non échus remis à l'encaissement.

15 > Décision du 19 juin 2007, société Financière Galilée et M. Frédéric Ohana (deuxième section)[48]

La Commission des sanctions a prononcé un blâme et une sanction pécuniaire de 10 000 euros à l'encontre de la société Financière Galilée et une interdiction d'exercer pendant un an des activités dans le domaine de la gestion d'OPCVM et pour le compte de tiers à l'encontre de M. Frédéric Ohana, en sa qualité de gérant.

La Commission a considéré que la société Financière Galilée et M. Frédéric Ohana avaient commis divers manquements à leurs obligations professionnelles et aux règles de bonne conduite tirés :

- du dépassement du *ratio* d'engagement sur les instruments financiers, fixé par l'article R. 214-13 1° du code monétaire et financier, compte tenu de la fréquence et de l'ampleur des dépassements, révélateurs d'importants dysfonctionnements, auxquels la société n'avait pas remédié immédiatement après avoir été informée de la situation ;
- du non-respect des *ratios* de division des risques, fixés par les articles L. 214-4 et R. 214-6 du code monétaire et financier, alors que, compte tenu de l'importance de la composition des actifs, il convenait de faire preuve de vigilance et de veiller à ce que les plafonds de division des risques ne soient jamais dépassés ;
- de la méconnaissance de l'obligation de promouvoir l'intérêt des porteurs, résultant de l'article 322-31 du règlement général de l'AMF, en raison de la rotation anormalement rapide du portefeuille d'un des fonds de la société Financière Galilée sans lien avec la recherche de l'intérêt des porteurs, à l'origine d'un accroissement important des frais liés aux opérations.

(46) Revue mensuelle de l'AMF, n° 39 de septembre 2007, pages 91 à 98.
(47) Repris par le règlement général de l'AMF et qui figurent aujourd'hui aux articles 221-1, 223-1 et 632-1.
(48) Revue mensuelle de l'AMF, n° 40 d'octobre 2007, pages 221 à 227.

Par ailleurs, la Commission a estimé que le contrôle interne de la société Financière Galilée était défaillant, au regard des exigences prévues par l'article 322-12, dans sa rédaction antérieure au 21 septembre 2006, et les articles 322-20 et 322-15, alinéas 1 à 3, du règlement général de l'AMF, en raison notamment de l'absence de contrôle exercé sur le respect des *ratios* de division des risques et sur l'impact des décisions de gestion prises par le gérant, ainsi que de l'absence de procédure permettant au *middle office* de détecter les anomalies constatées quant aux limites d'intervention sur les marchés à terme et aux *ratios* de division des risques.

Enfin, elle a constaté que la société Financière Galilée n'avait pas respecté le montant minimum des fonds propres réglementaires, dès lors que ses fonds propres n'étaient pas au moins égaux au quart des frais généraux de l'exercice précédent, comme l'exigent l'article 322-8, alinéa 2, du règlement général de l'AMF et l'instruction de la COB prise en application de ces dispositions.

16 > Décision du 21 juin 2007, société AAZ Finances, MM. Olivier Avit et Jean-Jacques Rabineau (première section)[49]

La Commission des sanctions a prononcé un avertissement à l'encontre de la société AAZ Finances, une sanction pécuniaire d'un montant de 5 000 euros à l'encontre de son président-directeur général et responsable de la déontologie et du contrôle interne, M. Olivier Avit, et une interdiction d'exercer pendant trois ans des activités dans le domaine de la gestion d'actifs pour compte de tiers, y compris la gestion d'OPCVM, à l'encontre de M. Jean-Jacques Rabineau, gérant de portefeuille au sein de la société de gestion.

Les comptes « parking », également appelés « comptes de stockage » ou « comptes d'attente », sont les comptes sur lesquels figurent des titres en attente d'affectation sur les comptes bénéficiaires finaux, entre la date d'acquisition ou de vente desdits titres sur le marché et la date de leur inscription en compte. Leur utilisation doit respecter les obligations liées à l'exécution des ordres définies par l'article 16 du règlement COB n° 96-03, ainsi que le principe du respect des intérêts des clients prescrit par l'article 4 du règlement COB n° 96-03[50] et l'article L. 533-4 du code monétaire et financier.

En l'espèce, il a d'abord été considéré que les personnes mises en cause n'avaient pas respecté leur obligation d'obtenir la meilleure exécution possible des ordres dans la mesure où elles n'avaient pas veillé à réduire de manière aussi brève que possible le délai total d'exécution des ordres depuis leur enregistrement initial jusqu'à l'exécution et la comptabilisation des opérations. Ensuite, la Commission, ayant relevé une *post*-affectation répétée des ordres et, dans plusieurs cas, un dénouement des opérations à plus-value connue, a estimé que l'obligation pour le prestataire d'obtenir la meilleure exécution possible des ordres, en veillant à l'horodatage des ordres par les intermédiaires et les dépositaires, en définissant au préalable les règles d'affectation des ordres groupés et en ne réaffectant pas *a posteriori* les opérations effectuées, n'avait pas été respectée. Enfin, la Commission a considéré que les personnes mises en cause avaient commis un manquement aux articles 4 du règlement COB n° 96-03 et L. 533-4 du code monétaire et financier, en n'affectant pas les opérations dégageant une plus-value de façon homogène mais de façon inégalitaire et en favorisant certains comptes au détriment d'autres.

Par ailleurs, la Commission a considéré que l'insuffisance des procédures de contrôle interne relatives aux comptes « parking » et à la préaffectation des ordres au sein de la société AAZ Finances et l'incapacité du contrôle interne de déceler ces manquements qui s'étaient répétés sur plusieurs mois caractérisaient une défaillance du contrôle interne en violation de l'article 10 du règlement COB n° 96-02[51], et de l'article L. 533-4 du code monétaire et financier.

(49) Revue mensuelle de l'AMF, de novembre 2007, n° 41.
(50) Dispositions alors reprises par les articles 322-20, 322-49 et 322-51, 322-34, du règlement général de l'AMF.
(51) Repris à l'article 322-12 du règlement général de l'AMF.

La Commission a déterminé les sanctions en prenant en considération la petite taille de la société, ses difficultés actuelles, ainsi que le fait que les manquements relatifs à l'utilisation abusive des « comptes d'attente » et à la méconnaissance du principe d'égalité de traitement entre les portefeuilles gérés ne reflétaient pas une pratique délibérée de la société considérée dans son ensemble mais correspondaient essentiellement au comportement individuel d'un salarié.

La société AAZ Finances a formé à l'encontre de cette décision un recours devant le Conseil d'État.

17 > Décision du 5 juillet 2007, sociétés Marionnaud Parfumeries, KPMG SA, Cofirec et MM. Marcel Frydman, Gérald Frydman, Yves Gouhir et Gérard Caro (formation plénière)[52]

La Commission des sanctions a prononcé à l'encontre de la société Marionnaud une sanction d'un montant de 500 000 euros, de M. Marcel Frydman, président-directeur général de la société Marionnaud au moment des faits, une sanction d'un montant de 1 million d'euros, de M. Gérald Frydman, directeur général délégué, directeur financier et responsable de l'information au moment des faits, une sanction d'un montant de 500 000 euros, de la société KPMG SA, commissaire aux comptes en charge du poste comptable litigieux au sein de la société Marionnaud, une sanction de 100 000 euros et de M. Yves Gouhir, associé de KPMG en charge des comptes de la société Marionnaud, une sanction de 40 000 euros. La Commission a, en revanche, mis hors de cause la société de commissaires aux comptes Cofirec et son associé, M. Gérard Caro.

La Commission a considéré que trois communiqués de presse parus en 2002, 2003 et 2004 relatifs aux chiffres d'affaires semestriels et annuels et au résultat de la société Marionnaud en 2002 et 2003 ainsi que deux documents de référence publiés en 2003 et 2004 contenaient des informations inexactes, imprécises et trompeuses, dès lors que le montant des produits à recevoir au titre des remises de fin d'année et des participations publicitaires avait fait l'objet d'une majoration indue et que la part de remises de fin d'année au sein du total des produits à recevoir avait été minorée.

La Commission a estimé que les manquements à l'obligation d'information du public devaient être imputés à la société Marionnaud au nom et pour le compte de laquelle ils avaient été commis ainsi qu'à M. Marcel Frydman, qui « savait ou aurait dû savoir » que les informations relatives aux chiffres d'affaires et au résultat des exercices 2002 et 2003 étaient inexactes et enfin, à M. Gérald Frydman, en ses qualités de directeur général délégué, directeur financier, et responsable de l'information.

La Commission a considéré que le manquement de fausse information devait également être retenu à l'encontre de l'un des cocommissaires aux comptes de la société Marionnaud, à savoir le cabinet KPMG et son associé M. Yves Gouhir, qui ne pouvaient ignorer les insuffisances du contrôle interne de la société, ce qui aurait dû les conduire à recourir à davantage de diligences compte tenu de l'importance et de la sensibilité, dans le secteur de la distribution, des données relatives aux « marges arrière ».

Elle a, en revanche, estimé que le manquement de fausse information n'était pas constitué à l'encontre de l'autre cocommissaire aux comptes, le cabinet Cofirec et son associé M. Gérard Caro. Elle a indiqué à cet égard que si ces derniers ont, en cette qualité, certifié les comptes consolidés pour les exercices 2002 et 2003, ils n'étaient en revanche, dans le cadre de la revue croisée de l'audit des comptes, pas en charge personnellement de l'audit et du contrôle des postes litigieux afférents aux marges arrière.

La société Marionnaud, M. Marcel Frydman et M. Gérald Frydman ont formé à l'encontre de cette décision un recours devant la cour d'appel de Paris.

(52) Revue mensuelle de l'AMF, de septembre 2007, n° 39.

18 > Décision du 27 septembre 2007, société Ixis Corporate & Investment Bank, MM. Patrick Inacia et Denis Prouteau (première section)[53]

La Commission des sanctions a mis hors de cause la société Ixis Corporate & Investment Bank et son responsable du *desk trading* secondaire, M. Patrick Inacia, auxquels était reprochée l'utilisation d'une information privilégiée proscrite par les articles 621-1, 622-1 et 622-2 du règlement général de l'AMF.

Elle a également mis hors de cause la société Ixis Corporate & Investment Bank et son responsable de l'origination obligataire, M. Denis Prouteau, pour les manquements d'ordre déontologique qui leur étaient reprochés sur le fondement des articles 321-24, 321-26, 321-29 à 321-32, et 321-99 du règlement général de l'AMF.

Après avoir relevé que, contrairement à ce qui était soutenu en défense, un manquement d'initié sur le marché des obligations était susceptible d'être sanctionné, la Commission a considéré qu'en l'espèce un tel manquement n'était pas caractérisé. Elle a, en effet, relevé que la lettre de consultation envoyée par la Caisse nationale des autoroutes le 4 mai 2005 à une dizaine de banques ne revêtait pas le caractère de précision nécessaire à la caractérisation de l'information privilégiée, dès lors qu'elle avait pour objet de demander à ces établissements qu'ils lui fournissent des éléments propres à lui permettre de préciser le périmètre et les modalités de l'opération envisagée et qu'elle se contentait d'évoquer un cadre général en vue de provoquer un échange de points de vue et d'informations et qu'elle se bornait à donner des indications comprises à l'intérieur de larges fourchettes.

S'agissant des manquements d'ordre déontologique reprochés à la société Ixis Corporate & Investment Bank et à M. Denis Prouteau, la Commission a considéré que les éléments du dossier ne permettaient pas d'établir que les procédures internes relatives aux « murailles de Chine » n'étaient pas conformes aux exigences posées par l'article 321-29 du règlement général de l'AMF, et que le grief fondé sur l'information tardive du déontologue ne saurait être retenu en l'espèce.

19 > Décision du 4 octobre 2007, M. Christian Le Coadou, Mme Marie-Josée Le Coadou, M. Joseph Sarrat (première section)[54]

La Commission des sanctions a prononcé une sanction pécuniaire de 50 000 euros à l'encontre de M. Christian Le Coadou, président-directeur général de la société Faros à l'époque des faits, une sanction pécuniaire de 3 000 euros à l'encontre de Mme Marie Josée Le Coadou, épouse de ce dernier et administrateur de la société Faros, et une sanction pécuniaire de 15 000 euros à l'encontre de M. Joseph Sarrat, également administrateur de la société Faros.

En premier lieu, la Commission a considéré que M. Christian Le Coadou avait méconnu les exigences d'exactitude, de précision et de sincérité de l'information, prescrites par les articles 2 et 3 du règlement COB n° 98-07 relatif à l'information du public, dont les dispositions, reprises par le règlement général de l'AMF, figurent aujourd'hui aux articles 223-1 et 632-1, en s'abstenant de communiquer par voie de presse les comptes définitifs de la société significativement inférieurs aux chiffres provisoires dont la communication avait été accompagnée d'informations et de prévisions d'objectifs exagérément optimistes au regard de sa situation réelle. Elle a également considéré que M. Christian Le Coadou avait manqué aux exigences imposées par l'article 4 du règlement COB n° 98-07, repris par le règlement général de l'AMF et qui figure aujourd'hui à l'article 223-2, en ne communiquant pas au marché dès qu'il l'aurait pu, sur les conditions du contrat « ROK NAVY » et sur la difficulté à trouver des financements, dès lors que ces faits étaient susceptibles d'avoir une incidence significative sur le cours de la société.

(53) Revue mensuelle de l'AMF, de novembre 2007, n° 41.
(54) Revue mensuelle de l'AMF, de décembre 2007, n° 42 .

En second lieu, la Commission a considéré que M. Christian Le Coadou, Mme Marie-Josée Le Coadou, et M. Joseph Sarrat, en intervenant sur le marché des actions Faros, alors qu'ils avaient connaissance d'une information à caractère privilégié relative aux difficultés liées à la mise en place des garanties de restitution dans le cadre d'un marché, avaient exploité cette information. Par suite, et après avoir constaté que l'existence d'un motif impérieux, susceptible de justifier les ventes auxquelles les personnes mises en cause avaient procédé, n'était pas établie, la Commission a estimé que le manquement tiré de l'exploitation d'une information à caractère privilégié, fondé sur les dispositions du règlement COB n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée, notamment son article 1er et le 1er alinéa de son article 2[55], était constitué.

En revanche, la Commission a écarté le grief, notifié à M. Christian Le Coadou, tiré de l'absence de communication sur le risque de non-réalisation des objectifs annoncés au marché, qu'elle a considéré comme non constitué.

M. Christian Le Coadou, Mme Marie-Josée Le Coadou, et M. Joseph Sarrat ont formé un recours à l'encontre de cette décision devant la cour d'appel de Paris.

20 > Décision du 25 octobre 2007, société X (venant aux droits et obligations de la société Y), CCI Conseil et Fiduciaire Lyonnaise, MM. Yves Bouquerod, Jacques Altschul, Alain Roux et François Dumont (deuxième section)[56]

La Commission des sanctions a prononcé : une sanction pécuniaire de 400 000 euros à l'encontre de M. Yves Bouquerod, président du conseil d'administration de la société Y au moment des faits, de 10 000 euros à l'encontre de M. Jacques Altschul, directeur général et responsable de la communication financière de la société Y au moment des faits et de 10 000 euros à l'encontre de la société X, venant aux droits et obligations de la société Y.

En revanche, elle a mis hors de cause les sociétés CCI Conseil et Fiduciaire Lyonnaise, ainsi que MM. Alain Roux et François Dumont, commissaires aux comptes, en charge des comptes de la société Y au moment des faits.

En premier lieu, la Commission a considéré que la société Y, M. Yves Bouquerod, et M. Jacques Alstchul avaient méconnu les dispositions des articles 2 et 3 du règlement COB n° 98-03 relatif à l'information du public[57], dès lors que sept communiqués de presse, publiés entre le 5 avril 2002 et le 16 octobre 2003, comportaient des informations inexactes, imprécises ou trompeuses sur les prévisions de la société Y, pour les exercices 2002 et 2003, en raison des décalages croissants qui existaient entre l'information issue des *reportings* internes relatifs aux chiffres d'affaires et aux résultats d'exploitation et celle qui avait été communiquée au public.

En deuxième lieu, la Commission a considéré que M. Yves Bouquerod avait commis un manquement aux dispositions du règlement COB n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée[58], en constatant qu'il avait cédé des titres de la société Y, entre le 12 décembre 2003 et le 22 mars 2004, pour le compte de la société SCAF, qu'il dirigeait et détenait à hauteur de 94,99 %, alors qu'il avait connaissance de l'information privilégiée tenant à l'existence et à « l'évolution inquiétante » de la deuxième procédure d'alerte déclenchée par les commissaires aux comptes. Dans la détermination de la sanction, la Commission a relevé que ces cessions avaient eu pour effet de procurer un avantage injustifié à la société SCAF, en ce qu'elles lui avaient permis d'éviter une perte d'un montant de 169 291 euros, ainsi que de manière indirecte à M. Yves Bouquerod, celui-ci étant actionnaire de cette société à hauteur de 94,99 %.

La Commission a en revanche écarté les autres griefs notifiés.

(55) Repris par les articles 611-1, 621-1 et 622-1 du règlement général de l'AMF.
(56) Revue mensuelle de l'AMF, de mars 2008, n° 45.
(57) Reprises par le règlement général de l'AMF et figurant aujourd'hui aux articles 223-1 et 632-1.
(58) Reprises par le règlement général de l'AMF.

Ainsi, la Commission n'a pas retenu le manquement, notifié à la société Y, à M. Yves Bouquerod, et à M. Jacques Alstchul, tiré de l'absence de publication de comptes *pro forma* à l'occasion de la publication des comptes au BALO le 31 mai 2002, en estimant que la preuve de ce manquement n'était pas rapportée.

La Commission a également écarté le manquement tiré du choix de la méthode de comptabilisation des écarts d'acquisition dans les comptes 2002, qui était reproché à la société Y, à M. Yves Bouquerod et à M. Jacques Altschul, ainsi qu'à ses commissaires aux comptes, les sociétés CCI Conseil et Fiduciaire Lyonnaise, MM. Alain Roux et François Dumont, en considérant que le rapprochement opéré par entité de métier, qui avait été opéré, n'était pas, en l'espèce, injustifiable.

Enfin, la Commission a estimé que les pièces du dossier n'étaient pas suffisamment probantes pour étayer le grief, notifié à MM. Yves Bouquerod, Jacques Altschul et à la société Y, tiré de ce qu'ils étaient intervenus, de manière répétée à contre tendance, sur le titre de la société Y entre les mois de juillet 2001 et août 2002, ce qui aurait eu pour objet de limiter la tendance baissière des cours sur cette période. Par la suite, la Commission a écarté le manquement de manipulation de cours fondé sur les articles 3 à 7 du règlement COB n° 90-04 relatif à l'établissement des cours[59].

M. Yves Bouquerod a formé un recours à l'encontre de cette décision devant la cour d'appel de Paris.

21 > Décision du 21 novembre 2007, MM. Kacem Ait Yala, Dominique Leveque, Rabah Mansouri et Lucien Zouary (première section)[60]

La Commission des sanctions a prononcé une sanction pécuniaire de 10 000 euros à l'encontre de M. Kacem Ait Yala, président-directeur général de la société Revox, sur le fondement des articles 1 à 4 du règlement COB n° 98-07 relatif à l'obligation d'information du public[61].

La Commission a estimé que l'annexe aux comptes consolidés de l'exercice 2002 comportait des indications imprécises et trompeuses dès lors qu'il n'avait pas été fait mention de la double transaction réalisée sur le même actif par la société Universal Multimédia avec des sociétés appartenant à M. Kacem Ait Ayla et sa famille. La Commission a également considéré que le communiqué de la société du 3 mars 2004 contenait des informations qui revêtaient un caractère inexact, imprécis et trompeur, en ce notamment qu'il ne précisait pas que l'augmentation annoncée du chiffre d'affaires était pour les trois quarts imputable à un changement de périmètre de consolidation.

En revanche, la Commission a considéré que les griefs relatifs au traitement comptable des frais de recherche et développement du projet « Plasma II » dans les comptes consolidés des exercices 2002 et 2003 et à la valorisation de la marque Revox dans les comptes de l'exercice 2003 n'étaient pas établis.

En outre, la Commission a précisé que si l'arrêté du 4 janvier 2007 portant homologation de modifications du règlement général de l'AMF comportait une version de l'article 221-1 ne contenant plus de dispositions relatives à l'imputabilité aux dirigeants des manquements à la bonne information du public, cette absence résultait d'une erreur de retranscription et non de la volonté de l'auteur de ce texte de modifier les règles d'imputabilité du manquement et que cette erreur avait été réparée par l'arrêté du 26 février 2007.

(59) Repris aux articles 631-1 et suivants du règlement général de l'AMF.
(60) Revue mensuelle de l'AMF, de février 2008, n° 44.
(61) Dont les dispositions ont été reprises par le règlement général de l'AMF et figurent aujourd'hui aux articles 221-1, 223-1, 223-2 et 632-1.

En l'espèce, la Commission a considéré que ce manquement était imputable à M. Kacem Ait Yala qui, en sa qualité de président-directeur général de la société, n'ignorait pas ou aurait au moins dû savoir, compte tenu de son implication personnelle, que l'information rendue publique par la publication de ces comptes revêtait un caractère inexact et trompeur, ou aurait dû au moins s'enquérir de l'impact de cette opération sur les comptes et de leur conformité à la réalité avant d'en autoriser la communication au public.

Enfin, et après avoir rappelé que la Commission était compétente pour connaître des griefs notifiés aux commissaires aux comptes, elle a toutefois mis hors de cause MM. Dominique Leveque, Rabah Mansouri et Lucien Zouary, commissaires aux comptes de la société, qui avaient certifié les comptes consolidés au titre de l'exercice 2003.

22 > Décision du 29 novembre 2007, société Arkeon Finance (première section)[62]

La Commission des sanctions a prononcé un avertissement et une sanction pécuniaire de 10 000 euros à l'encontre de la société Arkeon Finance.

En l'espèce, la Commission a en effet considéré que le grief tiré de l'absence d'enregistrement des conversations téléphoniques des négociateurs de la société Arkeon Finance, fondé notamment sur les articles 321-78 et 321-81 du règlement général de l'AMF, était établi.

La Commission a souligné que la méconnaissance de cette obligation de vigilance était par elle-même de nature à donner lieu, même en l'absence de toute manœuvre, à des sanctions sévères. Au regard des circonstances de l'espèce, elle a toutefois estimé qu'il y avait lieu de prononcer une sanction « limitée » à l'encontre de la société Arkeon Finance.

23 > Décision du 29 novembre 2007, société Altivie Asset Management du groupe Altivie (première section)[63]

La Commission des sanctions a prononcé une sanction pécuniaire de 10 000 euros à l'encontre de la société Altivie Asset Management du groupe Altivie (Altivie AM).

La Commission a, d'une part, considéré qu'au 31 décembre 2004, les fonds propres de la société Altivie AM étaient inférieurs au minimum réglementaire, en violation de l'article 6 du règlement COB n° 96-02, repris alors à l'article 322-8 du règlement général de l'AMF, et de l'article L. 532-9 2° du code monétaire et financier.

D'autre part, la Commission a estimé qu'aux 31 décembre 2004, 30 septembre 2005 et 31 décembre 2005, la société Altivie AM n'avait pas respecté l'obligation prévue par l'article 322-31 du règlement général de l'AMF de réaliser, pour la part relevant des fonds propres minimums, des placements prudents.

Enfin, la Commission a considéré que la société Altivie AM n'avait pas respecté son obligation d'informer l'AMF des changements ayant affecté l'un de ses OPCVM, la déclaration étant intervenue plus d'un an après leur survenance.

La Commission a relevé, au titre des circonstances de nature à relativiser la gravité des manquements constitués, que ceux-ci avaient été commis sur des durées très courtes et dans des proportions relativement faibles.

(62) Revue mensuelle de l'AMF, de février 2008, n° 44.
(63) Revue mensuelle de l'AMF, de février 2008, n° 44.

24 > Décision du 29 novembre 2007, société Alliance Developpement Capital, et de MM. Alain Dumenil, Thierry Janus et Patrick Poligone (deuxième section)[64]

La Commission des sanctions a prononcé à l'encontre de la société d'investissements immobiliers cotée Alliance Developpement Capital (AD Capital) une sanction pécuniaire de 50 000 euros et à l'encontre de son dirigeant à l'époque des faits, M. Alain Dumenil, une sanction pécuniaire de 100 000 euros.

La Commission a en effet estimé que le grief notifié à la société AD Capital et à M. Alain Dumenil, sur le fondement des articles 1 à 3 du règlement COB n° 98-07 relatif à l'obligation d'information du public[65], était établi compte tenu du caractère inexact, imprécis et trompeur des informations communiquées dans le prospectus du 19 septembre 2003 visé par la COB, à propos de l'objectif d'augmentation du flottant lors de l'émission des BSA réalisée en novembre 2003.

En revanche, la Commission n'a pas retenu le grief reproché à M. Alain Dumenil, à la société AD Capital, et à ses commissaires aux comptes, MM. Thierry Janus et Patrick Poligone, d'avoir, dans l'annexe aux comptes sociaux 2003 que les deux derniers n'auraient pas dû certifier, communiqué des informations insuffisantes à propos du circuit de l'ensemble des BSA ayant conduit à l'annulation de certains d'entre eux et à la comptabilisation subséquente d'une perte qui a amputé de 40 % les résultats de la société.

Par suite, elle a mis hors de cause MM. Thierry Janus et Patrick Poligone.

La Commission a également écarté le grief tiré du défaut de déclaration de franchissement de seuil du tiers du capital d'ADT en janvier 2004 par M. Alain Dumenil en considérant qu'en application du principe de rétroactivité de la loi pénale la plus douce, la réglementation sur la déclaration des franchissements de seuils applicable en l'espèce ne visait que les franchissements de 10 % et 20 % et non celui du tiers dorénavant prévue par le règlement général.

La société Alliance Developpement Capital et M. Alain Dumenil ont formé un recours à l'encontre de cette décision devant la cour d'appel de Paris.

25 > Décision du 6 décembre 2007, M. Thierry Boutin (deuxième section)[66]

La Commission des sanctions a prononcé une sanction pécuniaire de 1,2 million d'euros à l'encontre de M. Thierry Boutin.

La Commission a, d'une part, considéré qu'en cédant à découvert, pour le compte de la société Casalva Germany GmbH (Casalva), dont il était alors le dirigeant et l'unique actionnaire, 1 143 447 actions Cyberdeck alors qu'il avait connaissance d'une information privilégiée tenant à l'existence d'un projet d'augmentation de capital de cette dernière, M. Thierry Boutin avait commis un manquement d'initié, en violation des articles 621-1, 622-1 et 622-2 du règlement général de l'AMF. Elle a, à ce titre, relevé que cette information, qui était nécessairement connue par M. Thierry Boutin, puisque l'augmentation de capital était réservée à la société Casalva, était précise, inconnue du public et susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours du titre Cyberdeck. La décision précise que ce manquement a, de manière indirecte, personnellement avantagé M. Thierry Boutin, puisqu'il a permis à une société dont il est l'unique actionnaire de réaliser une plus-value d'un montant de 375 161 euros.

La Commission a, d'autre part, considéré que M. Thierry Boutin, en vendant des titres Cyberdeck à découvert, alors même que ces actions n'étaient pas éligibles au service de règlement différé, avait méconnu l'article 517-2 du règlement général de l'AMF.

M. Thierry Boutin a formé un recours à l'encontre de cette décision devant la cour d'appel de Paris.

(64) Revue mensuelle de l'AMF, de janvier 2008, n° 43.
(65) Dont les dispositions ont été reprises par le règlement général de l'AMF et figurent aujourd'hui aux articles 221-1, 223-1 et 632-1 du règlement général de l'AMF.
(66) Revue mensuelle de l'AMF, de janvier 2008, n° 43.

26 > Décision du 13 décembre 2007, société Octo Finances (première section)[67]

La Commission des sanctions a mis hors de cause la société Octo Finances, entreprise d'investissement agréée pour fournir les services de réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers, d'exécution d'ordres pour le compte de tiers, de négociation pour compte propre, et de M. Arnaud de Bourrousse, président du directoire de la société.

Il était fait grief à M. Arnaud de Bourrousse, ainsi qu'à la société Octo Finances, dont l'activité principale consiste à « rapprocher sur les marchés secondaires obligataires les intérêts acheteurs et vendeurs de clients investisseurs institutionnels, sans que ceux-ci ne contractent directement entre eux », d'avoir commis des manquements à la réglementation, et notamment aux règles de bonne conduite applicables aux prestataires habilités, en :

> ayant fait supporter à ses clients des écarts de cours de montants excessifs eu égard aux prix de marché et au service rendu ;
> n'ayant pas été en mesure de justifier auprès de l'AMF « ni les différences d'écarts de cours pratiqués sur un même titre et pendant les mêmes périodes vis-à-vis de plusieurs acheteurs exerçant des activités différentes ni les écarts de cours inhabituellement élevés qu'il a pratiqués à l'égard de certains de ses clients » ;
> ayant pratiqué un taux de marge variant sensiblement d'intensité « selon que le client pour le compte duquel le prestataire négociait les titres était ou non à même de déterminer par lui-même une valorisation des écarts de cours et disposait de la compétence technique pour ce faire ».

La Commission des sanctions, après avoir écarté les affirmations des mis en cause relatives à l'enquête, a considéré, en premier lieu, que l'activité de cette société, à raison des opérations en cause, devait être regardée comme une activité de négociation pour compte propre, à laquelle ne s'applique pas le principe de la primauté des intérêts des clients. Elle a estimé, en second lieu, que le niveau moyen des écarts de cours constatés sur les opérations en cause n'est pas constitutif d'un manquement au regard de l'intégrité du marché, dès lors qu'il n'est pas établi, ni même allégué, que ces opérations seraient frauduleuses, et qu'il n'est pas établi qu'elles présenteraient un caractère anormal ou exagérément risqué.

Elle en a déduit que les manquements n'étaient pas caractérisés.

27 > Décision du 20 décembre 2007, M. Antoine Nodet (première section)[68]

La Commission des sanctions a prononcé une sanction pécuniaire de 250 000 euros à l'encontre de M. Antoine Nodet, auquel il était reproché, sur le fondement des articles 631-1 et 631-2 du règlement général de l'AMF, d'avoir commis un manquement de manipulation de cours.

Elle a considéré que le manquement de manipulation de cours était établi dès lors que les opérations en « face à face » sur les quatre comptes sur lesquels il disposait d'un pouvoir et les annulations massives et systématiques des ordres qu'il avait passés, réalisées par M. Antoine Nodet sur quelques séances rapprochées, et dénuées de toute raison économique, donnaient ou étaient susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours du titre Fromageries Paul Renard, au sens de l'article 631-1 1° a) du règlement général de l'AMF.

Au surplus, la Commission a estimé que l'établissement du cours du titre Fromageries Paul Renard n'avait pas résulté, au premier trimestre 2006, de la libre confrontation sur le marché des ordres d'achat et de vente, mais avait été fixé, à la suite des interventions significatives de M. Antoine Nodet sur le titre, à un niveau anormal au sens de l'article 631-1 1° b) du règlement général de l'AMF.

M. Antoine Nodet a formé un recours à l'encontre de cette décision devant la cour d'appel de Paris.

(67) Revue mensuelle de l'AMF, de mars 2008, n° 45.
(68) Site internet de l'AMF, rubrique Sanctions > Décisions.

3 – Les suites des décisions antérieures à 2007

1 > Arrêt de la cour d'appel de Paris du 16 janvier 2007, société Cyril Finance, M. Linh Nuyen et M. Didier Genet

La cour d'appel de Paris a donné acte à un tiers à la procédure de sanction du désistement du recours qu'il avait formé à l'encontre de la décision rendue le 28 juin 2005[69] par la Commission des sanctions, ayant prononcé un avertissement à l'encontre de la société Cyril Finance et de M. Didier Genet, président du directoire de la société Cyril Finance, et ayant mis hors de cause M. Linh Nuyen, président du conseil d'administration de la société Picogiga.

La cour d'appel de Paris a, en conséquence, constaté l'extinction de l'instance et son dessaisissement.

2 > Arrêt de la Cour de cassation du 6 février 2007, M. Bernard Becquart

La chambre commerciale de la Cour de cassation a cassé, en toutes ses dispositions, l'arrêt de la première chambre de la cour d'appel de Paris rendu le 20 septembre 2005[70] qui avait confirmé la sanction de 50 000 euros prononcée par la Commission des sanctions, le 6 janvier 2005[71], à l'encontre de M. Bernard Becquart, en sa qualité de dirigeant de la société Generix, pour avoir méconnu les dispositions de l'article 3 du règlement COB n° 98-07 relatif à l'obligation d'information du public.

La Cour de cassation a rejeté le premier moyen soulevé par M. Bernard Becquart, qui invoquait la violation des droits de la défense au cours de l'enquête, en soulignant que le principe de contradiction est sans application aux enquêtes de l'AMF, préalables à la notification des griefs.

Le second moyen qui a conduit à la cassation porte sur le traitement des demandes d'auditions de témoins dans la procédure ouverte devant la Commission des sanctions. En l'espèce, M. Bernard Becquart a critiqué devant la Cour de cassation le fait qu'une lettre adressée par son conseil au président de la Commission des sanctions, par laquelle il demandait l'audition d'un témoin, n'avait pas été prise en compte devant la Commission des sanctions, ce qui caractérisait, selon lui, une atteinte aux droits de la défense.

La cour d'appel de Paris avait validé la décision de sanction et écarté l'atteinte aux droits de la défense.

Selon la Cour de cassation, les juges du fond ont méconnu la règle, énoncée par l'article 455 du nouveau code de procédure civile, selon laquelle les juges du fond ne peuvent accueillir ni rejeter les demandes dont ils sont saisis, sans examiner tous les éléments de preuve qui leur sont soumis par les parties au soutien de leurs prétentions.

Le requérant, au profit duquel la cassation est intervenue, a saisi de nouveau la cour d'appel de Paris, désignée comme juridiction de renvoi autrement composée.

(69) Rapport annuel 2005, pages 247 à 249.
(70) Revue mensuelle de l'AMF, n° 23 de mars 2006 pages 97 à 101, Rapport annuel 2005, page 238.
(71) Revue mensuelle de l'AMF, n° 12 de mars 2005, pages 63 à 72, Rapport annuel 2005, page 237.

3 > Arrêt de la cour d'appel de Paris du 20 mars 2007, M. Marc Lassus, société Gemplus International SA, PricewaterhouseCoopers Audit France SA et M. Philippe Willemin

La cour d'appel de Paris a ramené la sanction pécuniaire prononcée par la Commission des sanctions le 10 novembre 2005[72] à l'encontre de la société Gemplus International SA (Gemplus) de 600 000 euros à 450 000 euros, celle prononcée à l'encontre de la société PricewaterhouseCoopers de 100 000 euros à 75 000 euros et, celle prononcée à l'encontre de M. Philippe Willemin, associé de PricewaterhouseCoopers, ayant audité les comptes de la société Gemplus, de 50 000 euros à 25 000 euros.

La cour d'appel de Paris a confirmé l'analyse de la Commission des sanctions sur la communication au public d'une information inexacte, imprécise et trompeuse en indiquant que la société émettrice ne saurait faire peser sur le public l'obligation de rapprocher différents éléments des documents qu'elle publie pour éclaircir les imprécisions et ambiguïtés qui les affectent. Elle a également estimé que le manquement était caractérisé à l'encontre de la société PricewaterhouseCoopers et de M. Philippe Willemin, dès lors que ces derniers s'étaient abstenus de relever l'inexactitude, ou à tout le moins le caractère trompeur, qui n'a pu leur échapper, des termes reproduits dans le document de référence de la société.

En revanche, s'agissant de l'imprécision de l'information, donnée dans le document de référence, relative aux liens unissant la société Gemplus à une autre société avec laquelle elle avait conclu un contrat de prestations de service, la cour d'appel de Paris a considéré que la Commission des sanctions s'était limitée à affirmer, sans l'établir, que cette information était de nature à fausser le fonctionnement du marché, sans que l'un des effets visés à l'article L. 621-14 du code monétaire et financier ait été effectivement démontré. Elle a réduit, en conséquence, les sanctions infligées aux personnes à l'encontre desquelles ce manquement avait été retenu.

4 > Ordonnance du conseiller délégué par le premier président de la cour d'appel de Paris du 4 avril 2007, société Foch Investissements

Le conseiller délégué par le premier président de la cour d'appel de Paris a rejeté la requête aux fins de sursis à exécution et à publication de la décision rendue le 7 décembre 2006 par la Commission des sanctions[73], présentée par la société Foch Investissements.

Il a été relevé, d'une part, que la pérennité de la société requérante n'était pas mise en péril par le montant de la sanction pécuniaire prononcée à son encontre, et, d'autre part, que la publication de la décision n'était pas de nature à entraîner une atteinte irrémédiable à son crédit et à sa considération, dès lors qu'ainsi que le pratique systématiquement l'AMF, cette publication était assortie de la précision qu'un recours devant la cour d'appel avait été formé.

5 > Ordonnance du conseiller délégué par le premier président de la cour d'appel de Paris du 24 avril 2007, M. François Gontier

Le conseiller délégué par le premier président de la cour d'appel de Paris a déclaré irrecevable comme étant tardive la requête aux fins de sursis à exécution et à publication de la décision rendue le 19 décembre 2006 par la Commission des sanctions[74], présentée par M. François Gontier, en application de la règle selon laquelle les demandes de sursis à exécution doivent être présentées dans le délai de deux mois à compter de la notification de la décision contestée (articles R. 621-44 et R. 621-46 du code monétaire et financier).

(72) Revue mensuelle de l'AMF, de mars 2006, n° 26.
(73) Revue mensuelle de l'AMF, de mai 2007, n° 36, Rapport annuel 2006, pages 247 et 248.
(74) Revue mensuelle de l'AMF, d'octobre 2007, n° 40, Rapport annuel 2006, page 248.

6 > Arrêt du Conseil d'État du 30 mai 2007, société Dubus SA et M. Claude Dubus[75]

Le Conseil d'État a rejeté la requête présentée par la société Dubus SA et par M. Claude Dubus aux fins d'annulation de la décision de la Commission des sanctions du 21 avril 2005[76] ayant prononcé à l'encontre de la société Dubus SA un blâme et, à l'encontre de M. Claude Dubus, dirigeant et responsable du contrôle des services d'investissement de ladite société, une sanction pécuniaire de 50 000 euros.

Le Conseil d'État a considéré que la Commission des sanctions, en infligeant une sanction pour des faits identiques à ceux ayant déjà été sanctionnés par la Commission bancaire, n'avait pas méconnu le principe *non bis in idem,* dès lors que les articles L. 613-21 et L. 621-15 du code monétaire et financier, relatifs respectivement aux pouvoirs de sanction de la Commission bancaire et de la Commission des sanctions, ne font aucunement obstacle à ce que les mêmes faits soient sanctionnés par l'une et l'autre de ces autorités au titre de leurs compétences propres, dès lors qu'ils constituent des infractions distinctes au droit bancaire, d'une part, et au droit des marchés financiers, d'autre part.

7 > Arrêt du Conseil d'État du 30 mai 2007, société X et de M. Y

Par un arrêt du 30 mai 2007, le Conseil d'État a annulé la décision prononcée, le 7 juillet 2005, par la Commission des sanctions de l'AMF[77], à l'encontre de la société X, entreprise d'investissement, et de M. Y, son dirigeant, par laquelle elle avait prononcé un blâme à l'encontre de la société X et une sanction pécuniaire de 50 000 euros à l'encontre de M. Y, et avait ordonné la publication de cette décision.

Le Conseil d'État a rejeté le premier moyen tiré de ce que la Commission des sanctions de l'AMF n'aurait pas pu statuer en toute impartialité du fait que la COB, aux droits de laquelle vient l'AMF, avait apposé son visa sur le prospectus simplifié d'introduction en bourse de certains clients de la société, et aurait ainsi engagé sa propre responsabilité. Le Conseil d'État a également rappelé que le visa apposé sur le prospectus simplifié se borne à attester que le document satisfait aux exigences du règlement COB n° 98-07 et n'a ni pour objet ni pour effet d'exonérer le prestataire de services d'investissement de ses obligations à l'égard de son client.

En revanche, le Conseil d'État a accueilli le second moyen par lequel les requérants critiquaient l'atteinte à l'impartialité résultant de la composition de la Commission des sanctions, considérant que l'un des membres de la formation de la Commission qui avait participé à la prise de décision attaquée appartenait au comité exécutif d'un groupe bancaire dont l'une des filiales avait été, plusieurs années auparavant, impliquée dans un différend financier persistant avec la société X, qui aurait pu être porté à la connaissance des instances centrales de ce groupe et notamment d'une personne siégeant comme l'intéressé au comité exécutif.

Le Conseil d'État a considéré que l'exigence d'apparence d'impartialité, résultant des principes généraux du droit et de l'article 6 § 1 de la convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales, avait été méconnue, en ce que la participation à la délibération portant sur la responsabilité de la société X d'un membre de la Commission des sanctions, dans les circonstances de l'espèce, était de nature à susciter un doute quant à l'impartialité de celui-ci.

En conséquence, le Conseil d'État a procédé à l'annulation de la décision en cause et enjoint à l'AMF de supprimer de la décision publiée sur son site internet toutes les mentions relatives aux requérants.

(75) Revue mensuelle de l'AMF, de septembre 2007, n° 39.
(76) Revue mensuelle de l'AMF, de juillet-août 2005, n° 16, Rapport annuel 2005, pages 246 à 247.
(77) Revue mensuelle de l'AMF, de novembre 2005, n° 19, Rapport annuel 2005, page 248.

8 > À l'égard de M. Mikaël Azoulay, des sociétés X et Traditions Securities and Futures (venant aux droits et obligations de la société MIA)

Arrêt du Conseil d'État du 30 mai 2007, société Traditions Securities and Futures (venant aux droits et obligations de la société MIA)

Par un arrêt du 30 mai 2007, le Conseil d'État a rejeté la requête en annulation formée par la société de bourse Traditions Securities and Futures (TSAF) contre la décision rendue le 19 janvier 2006 par la Commission des sanctions[78] ayant prononcé à son encontre une sanction pécuniaire de 10 000 euros.

Le Conseil d'État a considéré que la société TSAF, qui avait participé à l'élaboration d'un prospectus simplifié dans le cadre de l'introduction en bourse de la société CST France, avait méconnu les règles de bonne conduite résultant de l'article L. 533-4 du code monétaire et financier, de l'article 3-1-1 du règlement général du CMF et de l'article 6 du règlement COB n° 98-08, dès lors qu'elle avait repris à son compte des prévisions irréalistes relatives aux chiffres d'affaires et au résultat de la société CST France, alors qu'en procédant aux diligences qui lui incombaient en application des dispositions précitées, elle n'aurait pu en ignorer la caractère irréaliste.

Arrêt du Conseil d'État du 30 mai 2007, société X

Par un arrêt du 30 mai 2007, le Conseil d'État a annulé la décision prononcée le 19 janvier 2006[79] par la Commission des sanctions de l'AMF à l'encontre de la société X, chargée de l'introduction en bourse de la société CST France, en ce qu'elle avait prononcé à son encontre une sanction pécuniaire de 100 000 euros et avait ordonné la publication de la décision.

Le Conseil d'État a rejeté le premier moyen tiré de ce que la Commission des sanctions de l'AMF n'aurait pas pu statuer en toute impartialité du fait que la COB, aux droits de laquelle vient l'AMF, avait apposé son visa sur le prospectus simplifié d'introduction en bourse de la société CST France, discuté en la cause, et aurait ainsi engagé sa propre responsabilité.

En revanche, le Conseil d'État a accueilli le second moyen par lequel la société X critiquait l'impartialité résultant de la composition de la Commission des sanctions, en adoptant la même motivation que celle utilisée dans l'arrêt précité du 30 mai 2007, qui avait annulé la décision de la Commission des sanctions du 7 juillet 2005.

En conséquence, le Conseil d'État a procédé à l'annulation de la décision en cause, enjoint à l'AMF de supprimer de la décision publiée sur son site internet toutes les mentions relatives à la société X.

Arrêt de la cour d'appel de Paris du 30 octobre 2007, M. Mikaël Azoulay

La cour d'appel de Paris a rejeté le recours en annulation formé par M. Mikaël Azoulay contre la décision rendue le 19 janvier 2006[80] par la Commission des sanctions ayant prononcé à son encontre une sanction pécuniaire de 100 000 euros, pour ne pas avoir satisfait aux exigences d'exactitude, de précision et de sincérité prescrites par les articles 1 à 4 et 8 du règlement COB n° 98-07 relatif à l'obligation d'information du public.

La Cour a rejeté le moyen tiré de l'absence de base légale en relevant que les dispositions nouvelles issues du règlement général de l'AMF (articles 221-1, 222-2, 222-3, 621-1 et 623-1) ne modifient pas substantiellement la teneur des dispositions antérieures, de sorte que le nouveau texte a pour effet de maintenir les manquements objet des griefs notifiés. La cour a adopté en leur totalité les motifs retenus par la Commission des sanctions et a estimé que la proportionnalité de la sanction avait été justement appréciée.

(78) Revue mensuelle de l'AMF, de juillet août 2006, n° 27.
(79) Revue mensuelle de l'AMF, de juillet-août 2006, n° 27, Rapport annuel 2006, page 230.
(80) Revue mensuelle de l'AMF, de juillet-août 2006, n° 27.

9 > Arrêt de la Cour de cassation du 30 mai 2007, M. Russ Robinson

La Cour de cassation a rejeté le pourvoi formé par M. Russ Robinson à l'encontre de l'arrêt de la cour d'appel de Paris du 13 décembre 2005[81] qui avait réformé la décision de la Commission des sanctions du 14 avril 2005[82], mais seulement en ce qui concerne le montant des sanctions, qu'elle avait ramené à 140 000 euros s'agissant de la société Metaleurop SA et à 90 000 euros s'agissant de M. Russ Robinson, président du directoire, puis président-directeur général de la société Metaleurop SA.

La Cour de cassation a considéré que les pouvoirs conférés par l'article L. 621-10 du code monétaire et financier aux enquêteurs de la COB, qui ne peuvent procéder dans ce cadre à aucune perquisition ou saisie, ne comportant aucune possibilité de contrainte matérielle, ne constituent pas, au sens de l'article 8 § 2 de la convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales, une ingérence de l'autorité publique dans l'exercice du droit au respect du domicile.

10 > Arrêts du Conseil d'État du 27 juin 2007, société Provalor et M. Jean-Jacques Rabineau[83]

Par deux arrêts du 27 juin 2007, le Conseil d'État a rejeté les recours en annulation formés par la société Provalor, société de gestion de portefeuille, et M. Jean-Jacques Rabineau, gérant de portefeuilles en son sein, à l'encontre de la décision de la Commission des sanctions du 7 octobre 2004[84].

La Commission des sanctions avait prononcé une sanction d'un montant de 350 000 euros à l'encontre de la société, pour avoir manqué, d'une part, à son obligation d'affecter préalablement les ordres groupés et à l'interdiction d'affecter les opérations *a posteriori* et, d'autre part, à celle de mettre en place un contrôle interne. Elle avait également prononcé une sanction d'un montant de 500 000 euros à l'encontre de M. Jean-Jacques Rabineau, pour avoir, d'une part, manqué à son obligation d'affecter préalablement les ordres groupés et à l'interdiction d'affecter les opérations *a posteriori* et, d'autre part, entravé le libre établissement des cours.

Le Conseil d'État a affirmé le bien-fondé de la décision de sanction. Il a estimé que la Commission des sanctions n'avait pas commis d'erreur de droit en retenant, à l'encontre de la société Provalor, des manquements aux articles 2, 3, 4 et 16 du règlement COB n° 96-03, les pratiques irrégulières de M. Jean Jacques Rabineau, en tout état de cause, n'étant pas en l'espèce indétectables pour la société en raison de leur caractère frauduleux.

Ce recours a également été l'occasion pour le Conseil d'État de rappeler qu'une société de gestion ne pouvait s'exonérer de sa responsabilité en tirant argument du fait qu'elle avait prescrit à ses salariés de respecter la réglementation ou qu'elle n'avait pas été informée par l'établissement ayant exécuté les ordres de bourse de l'existence de pratiques irrégulières.

Enfin, dans la mesure où la société Provalor n'avait pas tiré profit des agissements commis par son salarié et avait partiellement remboursé les victimes des manquements, le Conseil d'État a estimé que le montant élevé des sanctions prononcées n'était pas disproportionné au regard de la gravité et de la nature des manquements reprochés, même s'il était susceptible d'entraîner des difficultés financières pour les personnes sanctionnées.

(81) Revue mensuelle de l'AMF, de janvier 2006, n° 21.
(82) Revue mensuelle de l'AMF, de mai 2005, n° 14.
(83) Revue mensuelle de l'AMF, de février 2008, n° 44.
(84) Revue mensuelle de l'AMF, de janvier 2005, n° 10, Rapport annuel 2004, page 194.

11 > À l'égard de M. X et Mme Y.

Ordonnances du conseiller délégué par le premier président de la cour d'appel de Paris des 18 décembre 2006 et 23 janvier 2007

Le conseiller délégué par le premier président de la cour d'appel de Paris a rejeté les deux requêtes introduites respectivement par M. X et Mme Y aux fins de suspension de la décision de la Commission des sanctions du 28 septembre 2006. En revanche, il a été fait droit à la demande de publication de cette décision sous forme anonyme, au motif que la décision contenait une précision relevant du domaine de la vie privée dont la révélation excéderait pour les requérants, au plan personnel, les inconvénients habituels attachés à la publication des décisions de sanction.

Arrêt de la cour d'appel de Paris du 3 juillet 2007

La cour d'appel de Paris a rejeté le recours formé par M. X et Mme Y tendant à l'annulation et, à titre subsidiaire, à la réformation de la décision rendue le 28 septembre 2006 par la Commission des sanctions[85] ayant prononcé une sanction pécuniaire de 75 000 euros à l'encontre de M. X et de 11 000 euros à l'encontre de Mme Y, pour avoir manqué aux articles 1 et 5 du règlement COB n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée.

Dans cet arrêt, la cour d'appel a confirmé l'analyse de la Commission des sanctions selon laquelle la détention de l'information privilégiée était établie par un faisceau d'indices – caractérisé par la date, la concomitance et le caractère aussi massif qu'inexplicable des ventes, exécutées par l'intermédiaire de la même banque et par deux personnes qui travaillaient ensemble à l'université mais ont prétendu ne pas s'être concertées préalablement – laissant présumer que les cessions litigieuses avaient été faites, en connaissance de cause, sur le fondement d'une information privilégiée.

12 > Arrêt du Conseil d'État du 9 juillet 2007, La Poste[86]

Le Conseil d'État a rejeté la requête en annulation formée par des tiers à la procédure de sanction à l'encontre de la décision de la Commission des sanctions du 15 décembre 2005[87] ayant mis hors de cause La Poste. Le Conseil d'État a estimé que la décision par laquelle l'AMF, dans l'exercice de son pouvoir de sanction, met hors de cause une ou plusieurs entités ou personnes mentionnées au II de l'article L. 621-9 du code monétaire et financier ne fait pas grief aux tiers, de telle sorte que les requérants n'avaient pas intérêt à demander l'annulation de la décision attaquée.

13 > Ordonnances du président de la 6e sous-section de la section contentieux du Conseil d'État du 10 juillet 2007, MM. Ludovic Eyt-Dessus et Laurent Strichard

Par ordonnance du 10 juillet 2007, le président de la 6e sous-section de la section contentieux du Conseil d'État a constaté le désistement de la requête en annulation formée par M. Ludovic Eyt-Dessus contre la décision de la Commission des sanctions du 16 novembre 2006[88] ayant prononcé à son encontre une sanction pécuniaire de 5 000 euros.

Par ordonnance du même jour, le président de la 6e sous-section de la section contentieux du Conseil d'État a constaté que M. Laurent Strichard avait déposé son mémoire complémentaire après l'expiration du délai imparti et qu'il était donc réputé s'être désisté de son recours formé contre la décision de la Commission des sanctions du 16 novembre 2006[89] ayant prononcé à son encontre une sanction pécuniaire de 5 000 euros.

(85) Revue mensuelle de l'AMF, d'octobre 2007, n° 40.
(86) Revue mensuelle de l'AMF, de février 2008, n° 44.
(87) Revue mensuelle de l'AMF, de mars 2006, n° 23, Rapport annuel 2005, pages 266 à 267.
(88) Revue mensuelle de l'AMF, de mars 2007, n° 34.
(89) Revue mensuelle de l'AMF, n° 34 de mars 2007, pages 117 à 127.

14 > Arrêts du Conseil d'État du 26 juillet 2007, sociétés Global Gestion, Global Equities, MM. Patrick Piard et Gilles Boyer[90]

Par quatre arrêts, le Conseil d'État a, en accueillant un moyen invoquant une méconnaissance du principe d'impartialité, annulé la décision de la Commission des sanctions du 6 avril 2006[91] qui sanctionnait la société Global Gestion, qui gérait un fonds commun de placement dont la Caisse de retraite du personnel navigant professionnel de l'aéronautique civil (CRPN) était le seul souscripteur, ainsi que son président M. Patrick Piard, la société Global Equities, agréée pour la réception et l'exécution d'ordres pour le compte de tiers, et M. Gilles Boyer, son vice-président et responsable du contrôle des services d'investissement jusqu'en 2000.

Après avoir écarté divers moyens de procédure, le Conseil d'État a relevé qu'à l'époque des faits reprochés aux personnes mises en cause, la société Exane, au sein de laquelle le rapporteur avait exercé diverses fonctions, était l'un des principaux concurrents de la société Global Equities pour la passation des ordres de bourse de la CRPN, alors même que les transactions conclues pour le compte de cette caisse ne représentaient qu'une part très minime du chiffre d'affaires de la société Exane et que la concurrence entre ces deux sociétés avait cessé à la date de désignation du rapporteur.

Il en a déduit que le principe d'impartialité avait été méconnu.

15 > Ordonnance du président de la chambre commerciale de la Cour de cassation du 11 septembre 2007, société Eurazeo et M. Bruno Keller

Par ordonnance du 11 septembre 2007, le président de la chambre commerciale de la Cour de cassation a constaté le désistement du pourvoi formé par la société Eurazeo et M. Bruno Keller à l'encontre de l'arrêt de la cour d'appel de Paris du 12 septembre 2006[92]. La Cour avait confirmé la décision rendue par la Commission des sanctions le 16 septembre 2005[93] ayant prononcé une sanction pécuniaire de 500 000 euros à l'encontre de la société Eurazeo et une sanction pécuniaire de 50 000 euros à l'encontre de M. Bruno Keller.

16 > Arrêt de la Cour de cassation du 25 septembre 2007, Mmes Séverine Chapellier et Régina Rubens

La chambre commerciale de la Cour de cassation a rejeté les pourvois formés par Mme Régina Rubens, présidente du conseil d'administration de la société Régina Rubens Sa (RRSA), et par Mme Séverine Chapellier, directeur général de ladite société, à l'encontre de l'arrêt de la cour d'appel de Paris du 30 mai 2006[94], rendu sur renvoi après cassation.

Le 30 mai 2006, la cour d'appel de Paris avait déclaré mal fondés les recours tendant à l'annulation de la décision de sanction prononcée par la COB à l'encontre de Mmes Séverine Chapellier et Régina Rubens, le 4 mars 2003, pour avoir délivré au public une information trompeuse notamment sur les chiffres d'affaires et les résultats de la société RRSA.

Par arrêt du 25 septembre 2007, la chambre commerciale de la Cour de cassation a rejeté le pourvoi formé par Mme Régina Rubens en considérant qu'aucune méconnaissance des droits de la défense ne résultait de l'absence de compte-rendu d'un entretien que les commissaires aux comptes en charge des comptes de la société RRSA avaient eu avec les services opérationnels de la COB, le 23 janvier 2001, soit à une date antérieure à l'ouverture de l'enquête sur la communication financière de la société RRSA, dès lors que la décision n'était pas fondée sur les déclarations faites par les commissaires aux comptes lors de cet entretien.

(90) Revue mensuelle de l'AMF, de février 2008, n° 44.
(91) Revue mensuelle de l'AMF, de juillet-août 2006, n° 27, Rapport annuel 2006, pages 235 et 236.
(92) Revue mensuelle de l'AMF, d'octobre 2006, n° 29.
(93) Revue mensuelle de l'AMF, de novembre 2005, n° 19.
(94) Revue mensuelle de l'AMF, de juin 2006, n° 26, Rapport annuel 2006, page 250.

La chambre commerciale de la Cour de cassation a également rejeté le pourvoi formé par Mme Séverine Chapellier, laquelle faisait valoir que l'audition des commissaires aux comptes par les services de la COB sans procès-verbal, le 23 janvier 2001, avait porté atteinte à son droit à un procès impartial dans la mesure où elle n'avait pu vérifier que les agents de la COB, ayant recueilli ces informations, n'avaient pas ultérieurement participé à la formation de jugement. La chambre commerciale a en effet estimé que les fonctions exercées par les agents de la COB, qui avaient participé à l'entretien du 23 janvier 2001, avaient été précisées aux commissaires aux comptes, lors de leur audition pendant l'enquête, le 1er mars 2001, ce qui établissait que ceux-ci étaient demeurés étrangers à la décision du 4 mars 2003, prise par les seuls membres de la COB dont les noms étaient mentionnés dans la décision.

17 > Arrêt de la cour d'appel de Paris du 9 octobre 2007, société AI Investment, MM. Yan Gou Zhang et Fabrice Trifaro

La cour d'appel de Paris a confirmé dans tous ses éléments la décision rendue, le 9 mars 2006, par la Commission des sanctions[95], réunie en formation plénière, qui avait prononcé à l'encontre de la société AI Investment et de MM. Yan Gou Zhang et Fabrice Trifaro, des sanctions pécuniaires, sur le fondement des articles 3 et 4 du règlement COB n° 90-04 relatif à l'établissement des cours. Leur montant s'élevait, respectivement, à 7 114 688 euros[96], pour la société AI Investment, à 1 770 480 euros[97], pour M. Yan Gou Zhang et à 750 000 euros, pour M. Fabrice Trifaro.

La société AI Investments, MM. Yan Gou Zhang et Fabrice Trifaro ont formé un pourvoi à l'encontre de cette décision devant la Cour de cassation.

18 > Arrêt du Conseil d'État du 30 octobre 2007, M. Coscas

Le Conseil d'État a rejeté la requête de M. Gérard Coscas sollicitant, tout d'abord, l'annulation de la décision de la Commission des sanctions, du 9 novembre 2006[98], en ce qu'elle avait prononcé une sanction pécuniaire de 30 000 euros à l'encontre de la Société Jousse Morillon Investissement et ordonné la publication de la décision. Classiquement, le Conseil d'État a rappelé le principe selon lequel un tiers est dépourvu d'intérêt à déférer au juge administratif une sanction prononcée par la Commission des sanctions de l'AMF.

Le Conseil a également rejeté la seconde demande formulée par M. Gérard Coscas tendant à ce qu'il soit dit et jugé que les arrêtés ministériels du 18 septembre 2006 et du 4 janvier 2007, portant homologation de modifications du règlement général de l'AMF, étaient illégaux. Le Conseil a, à ce titre, relevé, d'une part, qu'un recours en appréciation de la légalité d'un acte administratif est irrecevable en l'absence de question préjudicielle, et que, d'autre part, même dans l'hypothèse où la requête de M. Gérard Coscas serait qualifiée de recours tendant à l'annulation pour excès de pouvoir de ces arrêtés, ce dernier ne justifiait pas davantage d'un intérêt à agir, susceptible de rendre recevable son recours.

(95) Revue mensuelle de l'AMF, de juin 2006, n° 26, Rapport annuel 2006, pages 233 et 234.
(96) Soit le triple de la plus-value brute réalisée.
(97) Soit le triple de la plus-value brute réalisée.
(98) Revue mensuelle de l'AMF, de décembre 2006, n° 31, Rapport annuel 2006, page 244.

19 > Arrêt du Conseil d'État du 9 novembre 2007, société Bourse Direct SA[99]

Le Conseil d'État a rejeté la requête de la société Bourse Direct SA sollicitant l'annulation de la décision prononcée à son encontre par la Commission des sanctions, le 5 octobre 2006[100], en ce qu'elle avait ordonné la publication de la décision.

Le Conseil d'État a tout d'abord souligné que la décision par laquelle la Commission des sanctions rend publique, aux frais de l'intéressé, la sanction qu'elle prononce, constitue une sanction complémentaire en ce que, outre sa portée punitive, elle a pour objet de porter à la connaissance de tous, tant les irrégularités commises que les sanctions prononcées. Le Conseil d'État a néanmoins souligné que même si cette sanction complémentaire est distincte de la sanction pécuniaire prononcée, elle n'a pas à faire l'objet d'une motivation spécifique, distincte de la motivation principale.

En outre, le Conseil d'État a précisé que la publication est nécessairement soumise, même si la loi ne le prévoit pas expressément, au respect du principe de proportionnalité. Toutefois, en l'espèce, le Conseil d'État a constaté que la publication de la décision ne pouvait être regardée comme ayant causé un préjudice excessif à la société Bourse Direct SA, eu égard notamment au fait que la sanction pécuniaire avait été fixée à un montant symbolique afin de tenir compte des dispositions prises par la direction de la société afin d'assurer à l'avenir la bonne application de la réglementation.

Enfin, classiquement, le Conseil d'État a rappelé que le moyen tiré de ce que la procédure suivie aurait excédé un délai raisonnable au sens de l'article 6 § 1 de la convention européenne des droits de l'homme et des libertés fondamentales ne peut être utilement invoqué à l'appui d'un recours tendant à l'annulation d'une décision de sanction.

20 > Arrêt de la cour d'appel de Paris du 20 novembre 2007, M. Pierre-Henri Gaudriot

La cour d'appel de Paris a confirmé en tous ses éléments la décision rendue, le 26 octobre 2006, par la Commission des sanctions à l'encontre de M. Pierre-Henri Gaudriot[101].

En ce qui concerne la détermination de la loi applicable, la cour d'appel a considéré qu'il résultait de la combinaison des articles L. 621-14 et L. 621-15 du code monétaire et financier et de l'article 1 du règlement COB n° 98-07 relatif à l'obligation d'information du public, alors applicable, qu'une sanction pécuniaire peut être prononcée à l'encontre de toute personne, physique ou morale, ayant manqué aux obligations d'information du public définies par ce règlement. Dès lors, selon l'arrêt, il importait peu, au cas d'espèce, que l'article 221-1 du règlement général de l'AMF homologué par l'arrêté du 4 janvier 2007 ait omis de mentionner que les obligations mises à la charge de l'émetteur s'imposent également aux dirigeants de l'émetteur, de l'entité ou de la personne morale concernée, avant que l'arrêté du 26 février 2007 ne vienne corriger cette erreur.

Sur le fond, en ce qui concerne tout d'abord les manquements aux dispositions des articles 2 et 3 du règlement COB n° 98-07 relatif à l'obligation d'information du public, la cour a estimé que la Commission des sanctions avait justement retenu qu'étaient non seulement inexactes, car non assorties des réserves nécessaires, mais encore trompeuses, les indications figurant dans cinq communiqués publiés en 2002 et 2003. En ce qui concerne ensuite les manquements aux dispositions de l'article 4 du règlement COB n° 98-07 précité, il a été indiqué que la décision de la Commission des sanctions avait exactement relevé que le grief était caractérisé, dès lors que le communiqué litigieux n'indiquait pas que l'opération de croissance externe annoncée était abandonnée en raison des difficultés financières traversées par la société.

(99) Revue mensuelle de l'AMF, de février 2008, n° 44.
(100) Revue mensuelle de l'AMF, de janvier 2007, n° 32, Rapport annuel 2006, pages 241 et 242.
(101) Revue mensuelle de l'AMF, de mars 2007, n° 34, Rapport annuel 2006, page 244.

En ce qui concerne la sanction, la Cour a considéré que la décision attaquée avait exactement retenu que la gravité des manquements était caractérisée, dès lors qu'à de multiples reprises et de manière délibérée, M. Pierre-Henri Gaudriot avait communiqué des informations optimistes sur une société, qui, à la suite d'augmentations de capital successives, était détenue à hauteur des deux tiers par des investisseurs extérieurs, de telle sorte que la sanction prononcée, d'un montant de 60 000 euros, ne méconnaissait pas le principe de proportionnalité.

M. Pierre-Henri Gaudriot a formé un recours à l'encontre de cette décision devant la Cour de cassation.

21 > Arrêt de la cour d'appel de Paris du 20 novembre 2007, société Sedia Développement

La cour d'appel de Paris a rejeté le recours formé par la société Sedia Développement à l'encontre de la décision de la Commission des sanctions du 19 octobre 2006[102] ayant prononcé une sanction pécuniaire de 125 000 euros, pour avoir manipulé le cours du titre de la société Leblanc Illuminations et fêtes (Leblanc), par des interventions massives à l'achat de titres Leblanc avec l'utilisation de techniques ayant eu pour objet de faire monter le cours de l'action Leblanc, dans le but de minorer le coût des certificats de valeur garantie Sedia Développement, en violation des articles 2 et 3 du règlement COB n° 90-04 relatif à l'établissement des cours.

La cour a relevé que la société Sedia Développement est intervenue sur le marché du titre Leblanc en utilisant trois techniques différentes pour faire monter son cours, par une demande de titres artificielle. Elle a également souligné, ainsi qu'il avait été établi, que certains des intervenants sur le marché n'ont pu être servis. Elle en a conclu qu'à la suite des interventions de la société Sedia Développement, le libre établissement du cours du titre a été entravé et que les investisseurs ont été induits en erreur.

La cour a enfin précisé que la société Sedia Développement ne pouvait s'exonérer de sa responsabilité en se retranchant derrière son inexpérience ou derrière la responsabilité encourue par son intermédiaire financier, la société MIA, qui était un professionnel des marchés. La cour a souligné que la société Sedia Développement cotée au Second marché était présumée connaître la réglementation boursière, et ce d'autant que son objet social était l'acquisition, la détention et la gestion de titres de sociétés françaises ou étrangères, prises de participation ou d'intérêt dans toutes entreprises françaises ou étrangères, ingénierie financière des entreprises.

22 > Ordonnance du président de la 6e sous-section de la section contentieux du Conseil d'État du 17 décembre 2007, société Deutsche Bank Aktien Gesellschaft

Par ordonnance du 17 décembre 2007, le président de la 6e sous-section de la section contentieux du Conseil d'État a constaté le désistement de la requête en annulation formée par la société Deutsche Bank Aktien Gesellschaft contre la décision de la Commission des sanctions du 23 novembre 2006[103] ayant prononcé à son encontre une sanction pécuniaire de 300 000 euros.

(102) Revue mensuelle de l'AMF, de février 2007, n° 33, Rapport annuel 2006, page 242.
(103) Revue mensuelle de l'AMF, de janvier 2007, n° 32, Rapport annuel 2006, page 247.

Chapitre 7

L'Autorité des marchés financiers et ses publics

1 – Le rapport du médiateur 229

2 – Les relations avec le grand public 245

3 – Les relations avec les professionnels 251

4 – La coopération avec la Banque de France 265

L'Autorité des marchés financiers prolonge son activité de réglementation, d'autorisation, de contrôle et de sanction par des actions de pédagogie et de médiation à destination des épargnants.

Par ailleurs, afin d'entretenir un dialogue suivi avec la Place, l'AMF a créé, en 2004, cinq Commissions consultatives composées de professionnels de la Place, d'experts (commissaires aux comptes, avocats, économistes, etc.), d'émetteurs et d'investisseurs. L'Autorité, bénéficie également de l'expertise de groupes de travail spécialisés. Elle est, en outre, depuis 2004, dotée d'un Conseil scientifique. Enfin, l'AMF organise au cours de l'année des manifestations qui sont l'occasion pour le régulateur de rencontrer les acteurs du marché et de leur permettre d'échanger leurs vues.

1 – Le rapport du médiateur

A – Le Service de la médiation

1 > Les finalités

En application de l'article L. 621-19 du code monétaire et financier, « l'Autorité 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, lorsque les conditions sont réunies, la résolution amiable des différends portés à sa connaissance par voie de conciliation ou de médiation. (...)

Elle peut formuler des propositions de modifications des lois et règlements concernant l'information des porteurs d'instruments financiers et du public, les marchés d'instruments financiers et le statut des prestataires de services d'investissement ».

L'ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007 portant transposition de la directive sur les Marchés d'instruments financiers a complété cet article en précisant, d'une part, que « la saisine de l'Autorité des marchés financiers, dans le cadre du règlement extrajudiciaire des différends, suspend la prescription de l'action civile et administrative. Celle-ci court à nouveau lorsque l'Autorité des marchés financiers déclare la médiation terminée », d'autre part, que « l'Autorité des marchés financiers coopère avec ses homologues étrangers en vue du règlement extrajudiciaire des litiges transfrontaliers ».

L'action du médiateur s'inscrit naturellement dans le contexte européen né de la recommandation de la Commission n° 98/257/CE du 30 mars 1998 relative aux principes applicables aux organes responsables pour la résolution extrajudiciaire des litiges.

Ces principes sont l'indépendance, la transparence, le respect du contradictoire, l'efficacité (libre accès à la procédure, gratuité, brièveté des délais de traitement), la légalité et la liberté (la procédure doit être acceptée par les deux parties).

Un réseau européen de règlement extrajudiciaire des litiges de consommation a été créé par une résolution du Conseil européen le 25 mai 2000 prévoyant la notification auprès de la Commission des instances nationales de médiation-conciliation qui répondent aux principes énoncés par les recommandations de 1998 et 2001 (relative aux organes extrajudiciaires chargés de la résolution consensuelle des litiges non couverts par la résolution de 1998), pour devenir membre à part entière du réseau unique des Centres européens des consommateurs (CEC).

Parallèlement au réseau des Centres européens des consommateurs, la Commission européenne a créé en février 2001, dans le cadre du plan d'action pour les services financiers, le réseau FIN-NET auquel le médiateur de l'AMF est inscrit.

Sur cette base, le Service de la médiation contribue à la vigilance de l'AMF sur les marchés et à la qualité de la protection de l'épargne publique.

Il essaie de garantir une analyse pertinente des réclamations et des demandes de médiation ainsi que la qualité et la rapidité des réponses apportées.

Il instruit les réclamations des investisseurs, essentiellement non professionnels, envers les prestataires de services d'investissement ou émetteurs en prenant en compte les intérêts des uns et des autres, selon une analyse objective et contradictoire des éléments de fait et de droit.

Il participe, enfin, à l'action pédagogique de l'AMF, à son image et à sa politique de communication auprès du public.

2 > L'organisation

Deux missions principales doivent être distinguées : la consultation et la médiation :

> par les consultations, le service répond aux questions techniques, inhérentes à l'ensemble des domaines d'intervention de l'AMF, émanant des épargnants individuels ;

> les demandes de médiation lui sont présentées en cas de différend entre un client et un prestataire de services d'investissement ou un émetteur lorsqu'une solution amiable du litige est recherchée par les deux parties.

En outre, une permanence téléphonique est mise à la disposition du public sur un numéro dédié, deux fois par semaine, les mardis et jeudis après-midi et permet de répondre aux demandes les plus urgentes ou aux interrogations sur le suivi des dossiers en cours.

Certaines questions n'entrent pas dans le champ de compétence de l'Autorité.
Il en est ainsi des interrogations portant sur des contrats d'assurance vie, même lorsqu'ils sont libellés en unités de compte. Ces contrats sont, en effet, régis par les dispositions du code des assurances dont il n'appartient pas à l'Autorité de vérifier l'application ni de sanctionner la violation. La parenté de préoccupations entre régulateurs spécialisés, par exemple en matière d'information des souscripteurs sur les OPCVM sous-jacents ou de transparence sur les frais, est sans effet sur la répartition de leurs compétences.

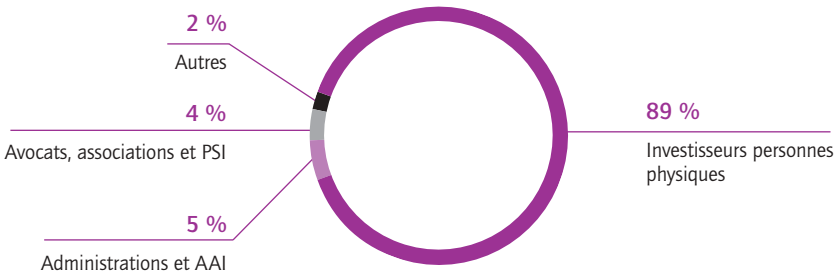
Toutefois, ce partage de compétences peut donner lieu, dans le public, à certains malentendus. Ainsi, lors d'une demande de médiation, un investisseur avait présenté son cas comme mettant en cause les conditions de commercialisation de son contrat d'assurance vie en unités de compte alors qu'en réalité il se plaignait d'une mauvaise gestion. Cela a conduit le Service de la médiation, à l'issue de nombreux échanges avec le plaignant, à interroger la société de gestion après avoir, dans un premier temps, transmis le dossier à l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles (ACAM).

Le domaine purement bancaire, par exemple tout ce qui relève du fonctionnement d'un compte de dépôt ou de l'octroi de crédit, ainsi que les questions de droit fiscal, échappent également à l'AMF.

À cet égard, l'année 2007 a vu se confirmer l'accroissement des questions relatives au traitement des ordres dans le cadre des successions ainsi qu'aux difficultés liées à la gestion patrimoniale des tutelles.
Lorsqu'il n'est pas compétent, ce qui est arrivé en 2007 pour 8,7 % des saisines reçues, soit un total de 189 dossiers sur l'ensemble, tous types de demandes confondus, le Service de la médiation indique, dans chaque cas, à ses correspondants le ou les organismes susceptibles de répondre ou d'intervenir.
Il transfère parfois directement les dossiers reçus afin d'éviter un allongement des délais de réponse.
Les saisines émanent principalement de la France métropolitaine et d'Outre-Mer, mais l'année 2007 a vu un accroissement des saisines de l'étranger grâce, notamment, à la montée en puissance du réseau FIN-NET en ce qui concerne les litiges transfrontaliers en matière financière.

Les demandes se font par courrier, messagerie électronique ou télécopie.

Origine des réclamations reçues en 2007



Source : AMF

B – L'année en chiffres

1 > Les demandes

2 155 demandes ont été reçues en 2007, dont 1 449 dossiers de consultation et 706 demandes de médiation.

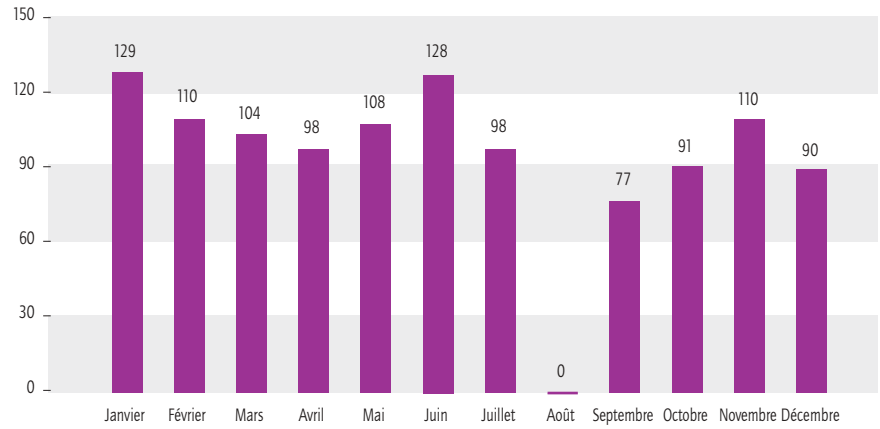
Le flux annuel est en hausse par rapport à l'année dernière puisqu'en 2006, 1 908 réclamations avaient été reçues dont 1 262 demandes de consultation et 646 demandes de médiation.

La répartition des dossiers entre consultations et médiations est restée quasiment inchangée par rapport à celle de 2006 puisque le nombre de dossiers de consultation représente 67 % de l'ensemble et celui des médiations 33 % (66 % et 34 % en 2006).

Ces chiffres montrent le succès de la démarche de médiation et la confiance dans l'expertise de l'AMF des investisseurs individuels en matière de consultation.

Au cours des permanences téléphoniques, 1 143 correspondants ont été accueillis. Ce chiffre marque une hausse par rapport à l'année 2006 (1 105 appels).

Demandes traitées par téléphone du 1er janvier au 31 décembre 2007



Source : AMF

2 > Le traitement

a) Traitement des demandes de consultation

Situation au 31 décembre 2007	
Nombre de demandes de consultation traitées	1 268
Dont demandes de consultation reçues depuis 1 mois au plus	88 %
Dont demandes de consultation reçues depuis plus d'1 mois	12 %

Source : AMF

Du 1er janvier au 31 décembre 2007, il a été répondu à 1 268 demandes de consultation.

Les dossiers de consultation sont clôturés dès qu'il a été répondu à la question initiale et, le cas échéant, aux demandes de précisions ou aux questions complémentaires que la première réponse a pu faire surgir.

Les questions posées, qui suivent naturellement l'actualité boursière et l'évolution législative et réglementaire, se font de plus en plus complexes. Même si des efforts en matière de formation des épargnants restent à accomplir, on peut néanmoins constater des progrès certains dans la connaissance des marchés financiers.

En 2007, 88 % des dossiers de consultation ont été clôturés dans le mois de leur ouverture.

Malgré la complexité et la variété des questions posées, 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, soit par les destinataires eux-mêmes, soit par des tiers, notamment dans le cadre de procédures judiciaires ultérieures.

b) Traitement des demandes de médiation

Situation au 31 décembre 2007	
Nombre de médiations clôturées	493
> Dont demandes reçues depuis 6 mois au plus	84 %
> Dont demandes reçues depuis plus de 6 mois	16 %

Source : AMF

En ce qui concerne les médiations, 493 dossiers ont été traités du 1er janvier au 31 décembre 2007.

84 % de ces dossiers ont été clôturés dans les six mois de leur ouverture.

Il faut souligner que le délai de six mois est compté à partir de la première lettre reçue par le médiateur, courrier qui n'est jamais suffisant pour ouvrir la procédure de médiation proprement dite. Des documents et précisions complémentaires sont systématiquement demandés aux plaignants lors de l'envoi de l'accusé de réception, auquel est jointe la charte de la médiation indiquant les conditions d'examen de leur dossier.

Pour le solde non clôturé dans les six mois, il s'agit de dossiers dont le traitement est suspendu en raison d'une enquête.

Il peut s'agir, également, de dossiers mettant en jeu plusieurs intervenants, comme un prestataire de services d'investissement teneur de compte et une société de gestion, ou un émetteur et un intermédiaire financier. Pour ces dossiers, des réunions de médiation avec les principaux interlocuteurs sont souvent nécessaires, ce qui contribue à un allongement des délais.

Il arrive aussi que les réponses ou les documents demandés soient, pour des raisons multiples, comme l'ancienneté des faits ou le changement de prestataire, difficiles à recueillir.

Parmi les 493 dossiers de médiation clôturés en 2007, 66 % de ceux qui ont pu donner lieu à un examen du bien-fondé de la demande, c'est-à-dire portant sur des sujets entrant dans la compétence de l'AMF et accompagnés d'éléments pertinents à l'appui de la réclamation, ont abouti à un accord.

En effet, sur l'ensemble des dossiers de médiation reçus, il y a eu, en 2007, 16 demandes pour lesquelles l'AMF n'était pas compétente et 46 dossiers dont l'instruction n'a pas été à son terme en raison de l'abandon du plaignant.

Le pourcentage des médiations réussies est calculé en excluant ce type de dossiers.

La résolution amiable prend la forme d'une régularisation, comme, par exemple, l'annulation d'une opération contestée, d'une indemnisation totale ou partielle de la perte subie ou d'un geste commercial au bénéfice du client.

La procédure de médiation doit être acceptée par l'une et l'autre des parties et l'abandon est possible à tout moment de la procédure.

Pour les dossiers dans lesquels une instruction contradictoire a pu s'engager sous l'égide du médiateur, il est particulièrement satisfaisant de constater qu'en 2007 plus de la moitié ont fait l'objet d'accords amiables.

Le taux de 66 % des médiations réussies s'est, en effet, maintenu au niveau de celui de 2006.

En outre, aucun dossier de médiation n'a été clos en raison de l'absence de réponse du mis en cause à la demande d'explications du médiateur, ce qui démontre une acceptation quasi unanime par les professionnels de la démarche de médiation.

Même si cet élément de « réussite » des médiations, de nature qualitative, est à relativiser dans la mesure où, d'une part, l'acceptation d'un accord dans le cadre d'une médiation ne peut être imposée ni à l'une ni à l'autre des parties, où, d'autre part, l'engagement d'une procédure sous l'égide du médiateur peut avoir des effets bénéfiques à l'amélioration des relations entre le plaignant et le mis en cause, même en l'absence d'accord formalisé, il révèle, néanmoins, l'efficacité de la démarche.

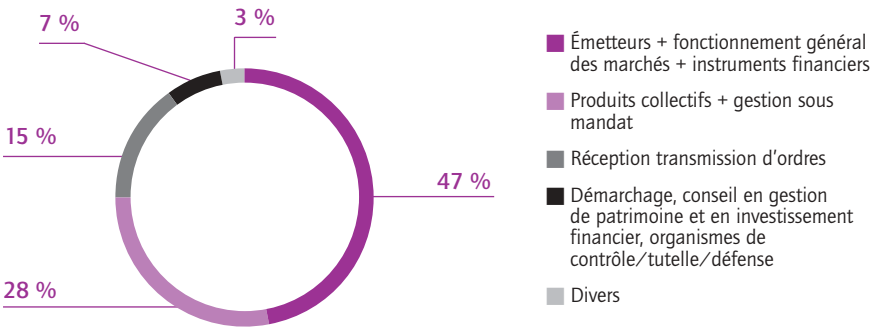
Cet élément est encourageant, compte tenu du contexte réglementaire, et notamment de la transposition de la directive Marchés d'instruments financiers qui préconise le développement du règlement amiable des litiges en matière financière.

C – Les dossiers du médiateur

Les dossiers reçus sont enregistrés dans la base informatique de données du Service de la médiation, et répartis sous les dix thèmes généraux suivants :

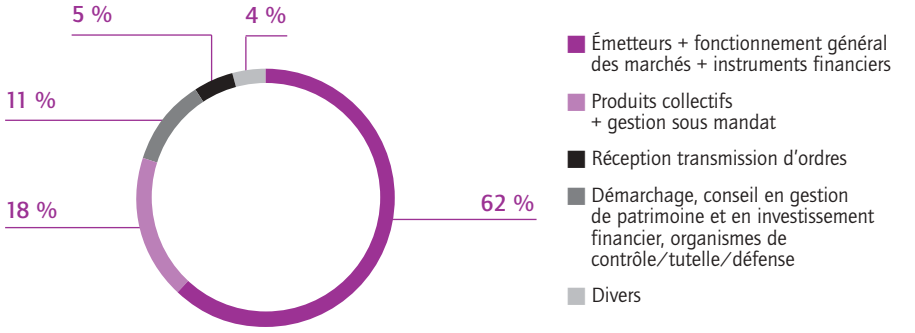
> produits collectifs ;
> gestion sous mandat ;
> transmission/exécution des ordres ;
> tenue de compte – conservation ;
> émetteurs ;
> fonctionnement général des marchés ;
> instruments financiers (autres que produits collectifs) ;
> démarchage, conseil en gestion de patrimoine et en investissements financiers ;
> organismes de contrôle et de tutelle ;
> divers.

Graphique 1 : répartition des médiations et des consultations par thème, du 1er janvier au 31 décembre 2007



Source : AMF

Graphique 2 : répartition des consultations par thème, du 1er janvier au 30 décembre 2007



Source : AMF

Parmi les demandes de consultation, on peut distinguer les questions portant sur :

a) Les opérations financières et les anomalies de marché

> Les opérations financières donnent systématiquement lieu à de nombreuses demandes d'explications, notamment sur les modalités de fixation du prix et la portée du visa. Parfois l'opération est plus complexe et le suivi de l'opération plus difficile.

Il en a été ainsi de l'offre d'échange d'Eurotunnel, qui s'inscrivait dans le cadre du plan de sauvegarde arrêté par le tribunal de commerce de Paris le 15 janvier 2007 : il était proposé aux actionnaires de recevoir une action et un BSA GET SA à émettre par unité apportée, cette offre étant toutefois subordonnée à l'apport d'au moins 60 % des unités (ce seuil de renonciation ayant été par la suite abaissé à 50 %).

Le médiateur a répondu à près de 300 demandes, par exemple pour expliquer à certains actionnaires, principalement anglais, les avantages tarifaires dont ils bénéficieraient s'ils participaient à l'OPE.

En marge de l'offre publique, le président du tribunal de commerce de Paris a décidé d'étendre au 15 juin 2007 le délai imparti à Eurotunnel SA pour convoquer ses actionnaires en assemblée générale afin de délibérer sur les comptes des exercices clos le 31 décembre 2005 et le 31 décembre 2006. Contestant ce délai, certains actionnaires ont souhaité une intervention de l'AMF afin que l'assemblée générale puisse discuter de l'offre d'échange. Le médiateur n'a pu que leur répondre qu'une telle prérogative ne relevait pas de la compétence de l'Autorité.

D'une manière générale, dans ce type de dossiers concernant des émetteurs faisant appel public à l'épargne, il est rappelé que le rôle de l'AMF, sans se prononcer sur l'opportunité des opérations qui lui sont soumises, est de s'assurer, notamment, que le public dispose, à travers les documents mis à sa disposition, des éléments d'information pertinents et cohérents pour prendre une décision d'investissement en toute connaissance de cause.

Comme en 2006, de nombreuses réclamations ont porté sur les droits de souscription.

En l'état de la réglementation, il a été rappelé aux prestataires de services d'investissement et aux émetteurs qu'ils devaient veiller à ce que les actionnaires soient correctement informés des modalités d'exercice et du sort des droits non exercés. Ainsi, serait-il souhaitable que l'information sur la mise en œuvre de la clause de sauvegarde figure dans la convention de compte et dans chaque avis d'opération sur titres, que la nécessaire fixation d'une période de souscription plus courte, identique pour tous les teneurs de compte, laisse à l'actionnaire un temps suffisant pour transmettre ses instructions lorsqu'il souhaite souscrire de nouvelles actions et que, lorsque les investisseurs acquièrent sur le marché des droits après la date limite fixée par le teneur de compte pour les exercer, une mise en garde leur soit fournie, soit par le site internet du prestataire de services d'investissement, soit par les services chargés de la réception-transmission de l'ordre.

> Comme les années précédentes, de nombreux investisseurs ont transmis au Service de la médiation des demandes d'enquête sur ce qu'ils considéraient comme des anomalies de marché, parfois qualifiées par eux de manipulation de cours ou résultant de délits d'initiés.

L'utilisation d'internet et, notamment, des forums des courtiers en ligne permet l'envoi en masse de lettres types au médiateur pour appeler l'attention sur telle ou telle valeur.

Les courriers reçus dans ce cadre sont adressés pour traitement aux services spécialisés de l'Autorité.

C'est ainsi qu'en 2007, la Direction des enquêtes et de la surveillance des marchés a été destinataire de 117 dénonciations d'opérations présumées suspectes par les épargnants, de demandes d'enquête et d'expertise sur des évolutions de cours anormales.

b) Les dénonciations de pratiques irrégulières

Parfois, les investisseurs signalent des pratiques suspectes de démarchage ou d'offre de services d'investissement, soit qu'ils en aient été directement victimes, soit qu'ils sollicitent des renseignements supplémentaires avant de souscrire, ou souhaitent simplement alerter le régulateur.

Quatre communiqués ont ainsi été publiés en 2007 sur le site internet de l'AMF et relayés dans la presse, afin d'alerter le public à la suite de tels signalements parvenus au Service de la médiation et traités par lui selon un processus rationalisé, garantissant une vérification rigoureuse des faits dénoncés et préservant les droits de la défense des personnes ou entités mises en cause.

c) Les suspensions de cotation

En application de l'article 4404/2 du livre I des règles de marché, l'entreprise de marché peut, de sa seule initiative ou sur demande motivée de l'émetteur concerné, suspendre la négociation d'un titre pour empêcher ou arrêter un fonctionnement erratique du marché. Par ailleurs, elle suspend la négociation à la demande d'une autorité compétente. La suspension de cotation fait l'objet d'un avis

d'Euronext Paris qui indique son origine, ses raisons, sa date d'effet et les conditions de reprise de la cotation. À défaut, l'avis indique que la cotation est suspendue jusqu'à nouvel avis. Il n'existe pas de délai maximum de suspension de cotation.

Comme en 2006, nombreux ont été les épargnants à se plaindre de n'avoir aucune information à la suite d'une interruption ou d'une suspension de cotation. Il en est ainsi de la suspension dans l'attente d'un communiqué de la société en cause ou de la révélation tardive d'une procédure de redressement ou de liquidation judiciaire.

Les difficultés sont accrues lorsque les actions sont radiées de l'Eurolist d'Euronext Paris sans que la société en question soit radiée du registre du commerce et des sociétés, situation qui rend impossible la suppression des lignes de titres des comptes des clients et impose à ces derniers le paiement de droits de garde au bénéfice des teneurs de compte.

Dans sa réponse aux épargnants, le Service de la médiation rappelle la réglementation en vigueur et, en cas de procédure de redressement ou de liquidation judiciaires, leur donne, lorsqu'il les possède, les coordonnées du liquidateur susceptible de leur fournir de plus amples informations sur le déroulement des opérations.

En ce qui concerne les conséquences fiscales, il leur est indiqué de s'adresser à la Direction de la législation fiscale du ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi.

d) L'accès au Marché libre ou au compartiment hors appel public à l'épargne d'Alternext

Nombreux sont les épargnants qui se sont interrogés sur les modalités d'accès au Marché libre. Ils ont fait part au médiateur du refus de leur intermédiaire de leur permettre d'acheter certains titres inscrits au Marché libre au motif que ces valeurs avaient été réservées aux seuls investisseurs qualifiés lors de l'introduction ou des augmentations de capital.

Pour leur répondre, la médiation s'est inspirée des règles suivies pour les instruments financiers négociés sur le compartiment hors appel public à l'épargne d'Alternext Paris, règles dont la mise en œuvre avait également fait l'objet de nombreuses consultations auprès du médiateur et donné lieu à la publication d'un communiqué par l'AMF le 15 octobre 2007.

Il a été indiqué que les intermédiaires en charge de la transmission d'un ordre émanant d'un investisseur particulier et portant sur une valeur inscrite sur le Marché libre en dehors du champ de l'appel public à l'épargne devaient avoir fait toute diligence pour s'assurer que celui-ci était, compte tenu de son expérience et de ses connaissances, bien au fait des risques particuliers que comportait l'instrument financier en question, conformément aux dispositions des articles 314-43 et suivants du règlement général de l'AMF. Il a été, en outre, souligné que toute sollicitation concernant ces valeurs était interdite aux prestataires de services d'investissement.

e) Les premières questions liées à l'application de la directive sur les Marchés d'instruments financiers

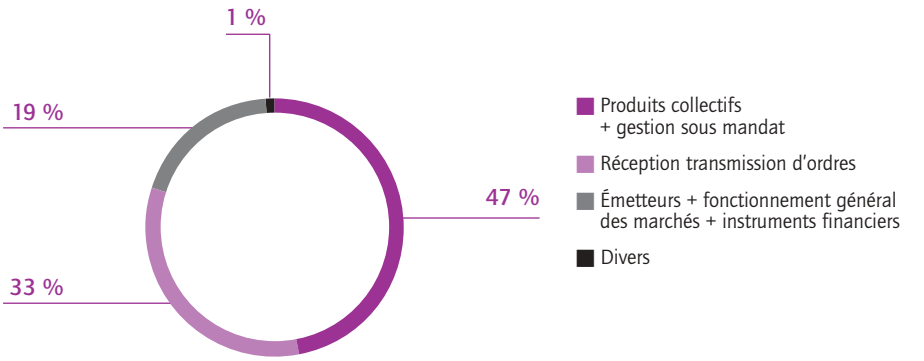
Au cours du dernier trimestre de 2007, période de l'entrée en application de la directive Marchés d'instruments financiers, le Service de la médiation a commencé à recevoir des demandes de consultation d'investisseurs relatives à l'interprétation faite par leur intermédiaire financier des nouvelles règles issues de ce texte.

Ainsi, la transmission, en application des dispositions de l'article 314-58 du règlement général de l'AMF, par les prestataires de services d'investissement des modifications de la convention de compte a suscité de nombreuses questions de la part de clients de longue date.

De même, le questionnaire destiné, selon les cas, à apprécier la connaissance et l'expérience ou la situation financière et les objectifs d'investissement des clients, a fait l'objet de demandes d'explications.

Enfin, la classification des clients par catégorie et ses conséquences en termes de protection a également dû être commentée.

Graphique 3 : répartition des médiations par thèmes



Source : AMF

a) Le traitement par la médiation des réclamations reçues à l'occasion d'une opération sur titres

À côté des consultations dont il a été fait état, des demandes de médiation ont été adressées par des actionnaires d'Eurotunnel : ceux-ci avaient transmis à leurs intermédiaires des instructions afin d'apporter leurs titres à l'offre et ils les avaient ensuite vendus sur le marché afin de profiter de la forte progression des cours, entre le 29 et le 31 mai 2007, la cotation ayant été suspendue du 22 au 29 mai dans l'attente des résultats de l'offre publique d'échange.

La vente des titres Eurotunnel, alors que l'ordre d'apport à l'offre était devenu irrévocable, comme avait d'ailleurs été obligée de le rappeler l'AMF dans un communiqué du 30 mai 2007, a généré une position débitrice en titres sur les comptes des clients.

Interrogées sur cette situation, les trois banques concernées par les demandes de médiation ont répondu de manière différente :

> deux d'entre elles ont considéré qu'en raison du caractère irrévocable de l'apport de titres à l'offre, règle que les clients ne pouvaient ignorer, les ventes devaient être régularisées par ces derniers au moyen d'un rachat de titres sur le marché.
Ces opérations successives, exécutées à des niveaux de cours variables, ont pu donner lieu à la constatation de moins-values importantes et il a pu arriver que des gestes commerciaux soient faits. Ainsi, un client ayant vendu les titres le 29 mai en début de séance, avant que l'intermédiaire ne diffuse sur son site un message rappelant l'indisponibilité des titres apportés, a été indemnisé de sa perte.

> la troisième banque a, quant à elle, accepté d'annuler purement et simplement les ventes, cette opération n'entraînant ainsi aucune conséquence financière et, le cas échéant, fiscale pour le client.

Au-delà de la nécessité de rappeler aux investisseurs le principe de l'irrévocabilité d'un ordre d'apport à une offre après la clôture de la période d'offre, quelle que soit l'évolution ultérieure du cours du titre en question, ces dossiers ont mis en évidence la faisabilité technique d'une telle opération et les risques que pouvaient présenter les systèmes en place chez certains établissements ne procédant pas au blocage des titres.

À l'issue de l'instruction des cas individuels, les établissements concernés par les dysfonctionnements ont fait savoir au médiateur soit qu'ils engageaient les actions nécessaires afin que les clients ne puissent plus réaliser de ventes irrégulières, soit qu'ils renforçaient le système d'alerte interne et l'information des clients.

Par ailleurs, la question des codes ISIN attribués aux titres Eurotunnel a fait l'objet de nombreuses demandes d'intervention. En effet, à J-3 de la date de clôture de chaque période d'offre, des codes distincts devaient être utilisés par l'intermédiaire afin de différencier les unités Eurotunnel de celles cotées ex-droit à l'offre.

Des erreurs étant survenues, certains ordres n'ont pas été exécutés. Après intervention du médiateur auprès des intermédiaires, les situations anormales ont toutes été régularisées.

b) La commercialisation des produits financiers

> Le Service de la médiation a encore reçu de nombreuses réclamations concernant la commercialisation des OPCVM et plus particulièrement des fonds à formule, essentiellement par les réseaux bancaires.

Les souscripteurs indiquent encore trop souvent avoir investi dans des OPCVM sans avoir reçu le prospectus simplifié ni avoir été alertés sur les risques encourus. Ils exposent n'avoir pas été en mesure de prendre leur décision d'investissement en toute connaissance de cause et avoir souvent cédé aux sollicitations de leur conseiller.

Ce constat est encore plus frappant s'agissant des fonds à formule où l'instruction des dossiers fait apparaître que les souscripteurs en ignoraient la spécificité. À l'échéance, de nombreux épargnants découvrent que ce type de fonds offre uniquement une garantie du capital hors commission de souscription et que l'obtention d'une rémunération additionnelle à cette garantie dépend de l'évolution d'un ou plusieurs indices ou d'un panier d'actions. La présence d'une garantie, ajoutée à une dénomination attractive, laissant supposer un doublement du capital investi ou une formule gagnante à tous les coups, et à une durée de placement conseillée conduisent les souscripteurs de fonds à formule à croire à l'assurance de gains à l'échéance.

Ainsi, l'année 2007 a vu se multiplier les demandes de médiation sur des fonds à formule dont l'évolution n'a permis à l'échéance que la restitution du capital investi, amputé des droits d'entrée. Pour l'un de ces fonds, l'établissement concerné a, dans un nombre significatif de cas, accepté de verser aux souscripteurs mécontents une indemnisation correspondant aux intérêts annuels du livret A accompagnée souvent du remboursement des frais de garde.

Au-delà des conditions de commercialisation, certains dossiers mettent en avant le souci des investisseurs d'obtenir des informations sur la gestion afin de vérifier la pertinence des résultats à l'échéance et la régularité de la mise en application de la formule.

Les souscripteurs ont alors été invités à interroger la société de gestion afin d'obtenir les explications souhaitées.

En cas de difficultés, le médiateur procède lui-même à cette démarche.

Il est également précisé aux souscripteurs qu'ils peuvent demander un état périodique de gestion ainsi que le rapport annuel de l'OPCVM.

Ce nouveau type de réclamations montre que de plus en plus d'investisseurs cherchent à comprendre l'évolution de leur placement et n'hésitent plus à demander des comptes, non seulement aux intermédiaires commercialisateurs mais également aux sociétés de gestion.

Comme l'an passé, des réclamations portant sur les fonds de la gamme Bénéfic ont encore été soumises au Service de la médiation. C'est ainsi qu'une dizaine de dossiers a pu aboutir de manière positive, les souscripteurs ayant reçu tout ou partie de la moins-value constatée pour un montant total d'environ 50 000 euros.

> La crise du marché du crédit hypothécaire aux États Unis et, dans son sillage, la très forte dévalorisation des actifs adossés à ces crédits ont eu un impact sur les OPCVM investis dans cette classe d'actifs.

Ainsi, dès le mois d'août 2007, le Service de la médiation a été saisi par des investisseurs s'interrogeant sur le devenir de leur placement ou l'indisponibilité de celui-ci à la suite de la fermeture de leur OPCVM.

L'examen de la trentaine de réclamations a révélé que les OPCVM concernés avaient été présentés à la clientèle – oralement ou par le biais de documents commerciaux – comme ne comportant aucun risque : ces OPCVM étaient catégorisés parmi les placements court terme avec une composante dynamique afin de surperformer les taux du marché monétaire. Leur dénomination de « monétaire dynamique » a été à l'origine d'incompréhensions et de malentendus.

Par ailleurs, il est apparu que certains investisseurs, qui avaient donné instruction expresse à leur conseiller de souscrire des OPCVM monétaires – dans l'attente d'une acquisition immobilière à venir par exemple – s'étaient trouvés détenteurs d'OPCVM « monétaires dynamiques » classés « diversifiés » selon la nomenclature de l'AMF.

Ultérieurement, des demandes relatives aux conditions ainsi qu'au calendrier de remboursement mis en place par le commercialisateur de ces fonds sont parvenues à la médiation.

La plupart de ces dossiers étant encore en cours de traitement, il est impossible à ce stade d'en tirer des conclusions définitives. Il sera dressé un bilan des effets, pour les investisseurs s'étant adressés à la médiation, de cette crise de liquidité, dans le rapport d'activité pour l'année 2008.

> Parfois, des difficultés naissent à la suite de l'octroi de crédit afin de permettre la réalisation d'opérations financières et mettent en évidence un défaut d'information et de conseil.

Ainsi, dans le cadre d'un emprunt *in fine* destiné à financer des travaux, les fonds avaient été versés sur un compte PEA. En raison de la forte dévalorisation des avoirs en portefeuille, le client n'avait pas été en mesure de rembourser la totalité du crédit à l'échéance et la banque a accepté de prendre à sa charge le solde du prêt, soit 6 892 euros.

Dans un autre dossier, peu de temps après l'ouverture de son compte, un investisseur particulier avait décidé d'intervenir sur des *warrants* dont il déclarait connaître les caractéristiques. Il a réalisé de nombreuses opérations alors que son compte présentait une provision insuffisante, sa banque lui octroyant successivement un crédit personnel et un crédit *revolving,* avant de lui interdire finalement tout accès internet.

Il est apparu que les carences dans le contrôle de la provision du compte du client avaient eu pour conséquence de lui laisser croire qu'il pouvait continuer à passer des ordres alors que son compte était débiteur. Si les mécanismes de blocage et de rappel à l'ordre avaient été mis en œuvre dès le premier incident, il ne se serait pas trouvé dans une telle situation débitrice.

Au vu de ces éléments, la procédure de médiation a abouti à un compromis consistant pour la banque à abandonner sa créance au titre du crédit *revolving*.

> En ce qui concerne le capital investissement, le Service de la médiation a, cette année encore, reçu plusieurs réclamations de porteurs qui, ayant demandé le rachat de parts de FCPI, se sont heurtés à un refus de la société de gestion alors qu'ils se trouvaient dans une hypothèse de déblocage prévue par le code général des impôts.

L'examen de ces dossiers a souligné le fait que lorsque le règlement du FCPI ne reprend pas les dispositions de ce code relatives à la disponibilité des fonds en cas de décès, invalidité, licenciement, départ à la retraite du porteur ou de son conjoint, la société de gestion est fondée à refuser le rachat des parts.

Ainsi, il apparaît que, dans la mesure où les objectifs poursuivis lors de la souscription à un FCPI sont principalement d'ordre fiscal, l'attention des investisseurs devrait être spécialement appelée par le commercialisateur sur les dispositions du règlement du fonds relatives à la durée de blocage des rachats et aux possibilités de désengagement avant l'échéance.

c) La gestion sous mandat

En matière de gestion sous mandat, les demandes de médiation mettent en avant un défaut d'information et de conseil de la part du prestataire de services d'investissement à tout moment de la relation.

Alors que le mandat de gestion n'autorisait que « l'achat et la vente d'actions de SICAV ou de parts de FCP, à l'exclusion des FCIMT, et dans une version ultérieure, que les OPCVM de droit français, les OPCVM conformes à la directive 85/611/CEE ou les OPC bénéficiant d'une autorisation de commercialisation sur le territoire français, à l'exclusion des FCIMT et des FCPR », des parts d'un fonds d'investissement étranger, non autorisé à la commercialisation en France, de surcroît réservé aux investisseurs dits sophistiqués, avaient été achetées par le gérant.

Considérant que cette acquisition était contraire aux clauses contractuelles, le mandant avait formulé une réclamation auprès du médiateur afin de voir compenser, d'une part, la moins-value constatée sur ce fonds, d'autre part les frais de gestion et les frais de tenue de compte dont il s'était acquitté.

Après avoir organisé une réunion pour entendre les parties concernées, les sociétés de gestion successives et le teneur de compte, la médiation a permis de trouver un terrain d'entente pour une indemnisation d'un montant de 15 000 euros.

Dans un autre dossier, à la suite de la résiliation de ses mandats de gestion, un client avait demandé la vente de la quasi-totalité de ses titres puis le virement du produit de la cession et le transfert des trois lignes restantes dans une autre banque.

Le retard dans l'exécution de ses instructions lui ayant été préjudiciable, cet investisseur a fait appel au médiateur. L'instruction du dossier a permis de constater que l'intermédiaire n'avait pas agi avec les diligences qui s'imposent. Il a accepté de verser à son ancien client la somme de 4 900 euros.

d) L'épargne salariale

Les dossiers relatifs à l'épargne salariale mettent en évidence des situations souvent complexes en raison de la multiplicité d'intervenants dont les responsabilités respectives ne sont pas toujours clairement définies.

Ainsi, dans un dossier, la notice d'information et le règlement d'un FCPE à formule précisaient qu'à la date d'échéance, les porteurs de parts pouvaient opter pour le remboursement de leurs avoirs ou le transfert de ceux-ci vers un autre fonds, également investi en titres cotés de l'entreprise, le transfert se réalisant par fusion-absorption. Or, cette dernière opération est intervenue quatre mois après la date d'échéance. Ce retard a généré pour les porteurs de parts un manque à gagner : le FCPE absorbé ayant été investi durant cette période transitoire en OPCVM monétaires dont la valorisation a progressé dans des proportions moins importantes que celle du FCPE absorbant, la parité d'échange s'est révélée moins avantageuse.

La procédure amiable n'a pas permis d'aboutir à un accord sur le versement d'une indemnisation aux porteurs de parts, la société du fonds absorbé et celle du fonds absorbant considérant toutes deux avoir agi avec diligence.

Ce dossier a mis en évidence la nécessité de la coopération entre les professionnels concernés, lorsque l'opération de fusion-absorption concerne des FCPE gérés par des sociétés de gestion distinctes, afin de garantir la bonne fin de l'opération et de préserver l'intérêt des porteurs de parts.

S'agissant des FCPE investis en titres de l'entreprise, le Service de la médiation a, comme les années passées, de nouveau été sollicité pour intervenir dans les situations de blocage des rachats.

Ainsi, dans un dossier, alors que la mise en place d'un mécanisme de liquidité pour ces fonds était prévue par la réglementation, en réalité, ce mécanisme ne pouvait plus s'appliquer. En effet, si la préservation d'un niveau de liquidités suffisant est de la responsabilité de la société de gestion et relève des principes de bonne gestion, celle-ci ne disposait d'aucun moyen coercitif pour imposer à l'entreprise l'organisation de la liquidité de ses titres. En outre, la mise en place d'un mécanisme de liquidité était d'autant plus difficile que l'entreprise n'avait pas fait procéder à une évaluation des titres.

Face à ces obstacles structurels, le Service de la médiation a été amené à constater l'impossibilité de mettre en place, en l'état, une solution amiable pour les 110 porteurs de parts qui l'avaient saisi.

Dès lors, il apparaît utile d'inviter les salariés désireux d'investir en titres non cotés de leur entreprise *via* des FCPE à s'informer précisément sur les caractéristiques de ces véhicules d'investissement et d'en suivre l'évolution.

D – L'actualité de la médiation

1 > Au niveau européen

a) La coopération dans le cadre de FIN-NET

En février 2001, la Commission européenne a créé un réseau de coopération des États parties à l'accord sur l'Espace économique européen pour la résolution extrajudiciaire des litiges dans le secteur des services financiers.

Ce réseau, dénommé FIN-NET *(Financial Dispute Resolution Network)*, a pour but d'aider les consommateurs à résoudre de manière rapide, simple et peu coûteuse, en évitant si possible un recours aux tribunaux, les différends qu'ils peuvent avoir avec les prestataires de services financiers (banques, compagnies d'assurances, entreprises d'investissement) établis dans un État partie autre que leur État d'origine.

En participant pleinement au développement des modes alternatifs de règlement des litiges, FIN-NET contribue à l'essor du marché européen des services financiers de détail.

Le réseau FIN-NET compte actuellement 48 membres, médiateurs ou responsables de « commissions des litiges » ou de « commission d'arbitrages des consommateurs » selon les pays.

Ils se réunissent régulièrement au sein de la Commission de Bruxelles. La première réunion en 2007 a eu lieu le 6 mars avec, notamment, pour objet d'échanger des informations sur les problèmes récurrents rencontrés par les membres dans leur champ de compétence respectif et de renforcer la coopération avec l'ECC-NET *(European Consumer Centres Network)*, le réseau des centres européens des consommateurs, mis en place par la Commission européenne en 2005, qui traite des litiges transfrontaliers portant sur des domaines autres que celui des services financiers.

Les membres sont liés par un protocole d'accord, qui, outre un cadre définissant les procédures de coopération transfrontalière, énonce des principes de base applicables à la résolution extrajudiciaire des litiges. Le protocole d'accord inclut une déclaration d'intention par laquelle les participants s'engagent à appliquer les normes de qualité définies dans la recommandation de la Commission du 30 mars 1998 (98/257/CE). Cette recommandation énonce les sept principes suivants :

> indépendance de l'organe de règlement des litiges pour garantir l'impartialité de son action ;
> transparence du système ;
> procédure contradictoire ;
> efficacité de la procédure passant par la prise de mesures devant garantir
  – l'accès du consommateur à la procédure sans être obligé d'avoir recours à un représentant légal ;
  – la gratuité de la procédure ou la fixation de coûts modérés ;
  – la rapidité de la procédure ;
  – le rôle actif de l'organe de résolution ;
> légalité : la décision de l'organe de règlement des litiges ne peut avoir pour résultat de priver le consommateur de la protection que lui assure la législation de protection des consommateurs applicable au cas d'espèce ;
> liberté – la décision de l'organe ne peut être contraignante à l'égard des parties que si celles-ci en ont été préalablement informées et l'ont expressément acceptée ;
> représentation – les parties peuvent, si elles le souhaitent, se faire représenter ou assister à tout stade de la procédure.

Le réseau FIN-NET s'est, notamment, fixé pour missions :
> d'une part, d'améliorer la qualité du règlement des différends dans le cadre des systèmes de résolution extrajudiciaire des litiges d'ores et déjà existants au sein de la Communauté européenne ;
> d'autre part, d'accroître l'information des consommateurs sur les modes de règlement extrajudiciaire des litiges transfrontaliers.

Cet objectif figure à l'article 53 de la directive MIF selon lequel :

« Les États membres encouragent l'institution de procédures de plainte et de recours efficaces permettant le règlement extrajudiciaire des litiges en matière de consommation concernant les services d'investissement et les services auxiliaires fournis par les entreprises d'investissement, en faisant appel, le cas échéant à des organismes existants.

Les États membres veillent à ce qu'aucune disposition légale ou réglementaire n'empêche ces organismes de coopérer effectivement au règlement de litiges transfrontaliers. »

Cet article a été transposé en droit interne à l'article L. 621-19 du code monétaire et financier dont la nouvelle version est en vigueur depuis le 1er novembre 2007.

Le médiateur financier anglais a organisé la conférence annuelle des médiateurs financiers, INFO'07 *(International Network of Financial Ombudsmen),* à Londres, les 27 et 28 septembre 2007, après le succès de celles tenues au Canada et en Australie. Trente-deux pays y ont participé.

Le but de cette conférence était de partager les expériences des différents participants afin d'enrichir les systèmes nationaux de résolution extrajudiciaire des litiges financiers et de faciliter la coopération entre médiateurs.

Les médiateurs financiers ont ainsi été invités à débattre de sujets prédéfinis dans le cadre d'ateliers. Ces sujets portaient, notamment, sur la confidentialité, la diversité des modes de résolution alternatifs des litiges et l'indépendance du médiateur.

À l'issue des débats, les participants ont été d'accord pour conclure que le développement du marché européen des services financiers de détail et des modes alternatifs de règlement des litiges, préconisé par la directive sur les Marchés d'instruments financiers, allait inévitablement se traduire par un accroissement du nombre de saisines transfrontalières des médiateurs, consacrant ainsi leur activité européenne.

Durant cette conférence, le groupe des médiateurs financiers de FIN-NET s'est également concerté sur la réponse à adresser à la Commission européenne à la question 5 du Livre vert sur les services

financiers de détail dans le marché unique portant sur l'amélioration du traitement des plaintes transfrontalières.

b) Le projet de directive sur la médiation civile et commerciale

La directive européenne en matière de médiation a été préparée par le Conseil et par le Parlement européen, sur la base d'une proposition de la Commission. Elle va constituer un pas important pour faciliter l'utilisation de la médiation dans l'Espace européen. Elle constitue l'aboutissement d'un très long processus de négociation avec les États de l'Union européenne et avec le Parlement européen et vise deux objectifs particuliers :

> définir la médiation, ses modalités et ses garanties ;

> préciser sa place au regard de la procédure judiciaire.

Seule la médiation, c'est-à-dire la recherche d'un accord entre les parties avec l'assistance d'un tiers, entre dans le champ d'application de la directive qui porte sur toutes les matières civiles et commerciales.

La médiation s'appliquera dans les litiges transfrontaliers, lorsque, par exemple, les deux parties ont leur résidence habituelle dans deux États membres différents.

La directive définit la médiation comme une procédure structurée, répondant à des objectifs de crédibilité et de faisabilité, mettant aux prises deux parties engagées de façon volontaire pour trouver un accord, et impliquant la participation d'une personne neutre par rapport à elles.

Le médiateur doit avoir trois qualités qui guideront son assistance : l'efficacité, l'impartialité et la compétence.

Chaque État membre pourra, s'il le souhaite, définir des listes limitatives de médiateurs, parmi lesquels une personne devra être désignée pour régler certains types de litiges. Les États membres devront également mettre en place des mécanismes de contrôle et favoriser la formation des médiateurs.

Même si le recours à la médiation est volontaire, le juge pourra inciter les parties à s'engager dans cette voie. La loi pourra également imposer que les parties passent par la médiation avant de rechercher un traitement judiciaire de leur conflit.

Les accords issus de la médiation doivent être conclus par écrit : un accord oral ne peut suffire à la validité de la médiation dans une situation transfrontière. Un accord conclu dans l'un des États membres pourra être reconnu et exécuté dans les autres États membres dans la mesure où il respecte les conditions définies dans la directive.

Dans tous les États membres, le processus de médiation sera confidentiel et s'il n'a pas abouti, le médiateur ne pourra pas divulguer les éléments dont il a eu connaissance.

De façon radicalement nouvelle pour de nombreux États membres, une procédure de médiation aura des effets sur les délais de prescription judiciaire. Ceux-ci pourront désormais ainsi être suspendus afin de donner toute sa force à la procédure de médiation.

Chaque État membre devra informer le public sur le contenu de la directive et son champ d'application, par les voies qu'il juge les plus appropriées. Chacun des États membres devra également informer la Commission européenne des autorités qu'il considère compétentes pour donner le caractère exécutoire à un accord de médiation. Enfin, la directive pouvant nécessiter, dans certains États membres, l'adaptation du dispositif législatif, elle prévoit, pour ce faire, un délai de mise en œuvre de trois ans.

Un bilan d'étape de son application sera dressé après une période de mise en œuvre de cinq ans.

2 > Au niveau interne

a) Le Club des médiateurs du service public

Le médiateur de l'AMF fait partie, depuis février 2007, du Club des médiateurs du service public.

Ce club informel, créé en avril 2002, a pour objet d'échanger autour des fonctions et des pratiques de chacun, de contribuer à la réflexion et d'être force de proposition et de promotion de la médiation, tant en France qu'au niveau européen, certains de ses membres faisant partie également du réseau FIN-NET.

C'est ainsi qu'un colloque a été organisé au Conseil économique et social le 27 septembre 2007 sous l'égide du club et que celui-ci a participé aux premières Assises de la médiation, organisées par la Chambre de commerce et d'industrie de Paris en novembre 2007.

Des réunions ont lieu tous les deux mois environ, organisées à tour de rôle par les membres.

b) Meilleure régulation

La conclusion de la démarche pour une meilleure régulation en ce qui concerne le Service de la médiation avait été « d'informer sur l'existence du médiateur de l'AMF ».

Cette information avait comme objectif de permettre une protection homogène des épargnants et une prise en compte des impératifs des professionnels.

L'information sur l'existence du médiateur de l'AMF s'est développée auprès des professionnels :

> c'est ainsi que des réunions ont été organisées avec les associations professionnelles, l'AFG et AFEI, au cours desquelles le rôle et l'activité du médiateur de l'AMF ont été présentés aux adhérents intéressés qui ont pu s'informer du déroulement des médiations et des thèmes traités.
Ces démarches ont été particulièrement bien accueillies par ces deux associations professionnelles et des engagements ont été pris, qui ont ensuite permis de continuer les discussions, notamment sur les modalités de l'information de l'existence du médiateur de l'AMF auprès des professionnels.
En effet, le médiateur pouvant être saisi par « tout intéressé », la procédure amiable de règlement des litiges, sous son égide, est ouverte à toute personne, physique ou morale, qui ne souhaiterait pas engager de procédure judiciaire ;

> au-delà de ces rencontres institutionnelles, les contacts sont quotidiens avec les interlocuteurs du Service de la médiation dans les établissements (RCSI, RCCI, responsables de la clientèle...), dont certains sollicitent des entretiens pour faire des points réguliers sur l'état de leurs dossiers et, plus largement, des questions récurrentes d'interprétation de la réglementation ainsi que des voies d'amélioration envisageables ;

> de même, la coopération avec le Comité consultatif du secteur financier sur la problématique de la publicité des produits financiers, commencée en 2006, s'est poursuivie de manière fructueuse cette année et a permis, au-delà de cette question spécifique, de faire connaître l'activité du médiateur aux membres de ce comité et aux groupes de travail qui y participent.

Le Service de la médiation a eu le souci d'améliorer ses procédures

> L'accès au médiateur a été facilité par la mise au point de trois formulaires de saisine électronique (consultation, médiation et transmission d'informations), utilisables par le public.
Ces formulaires devraient permettre de mieux circonscrire l'objet des saisines et, ainsi, d'éviter une perte de temps tout en facilitant la formulation des demandes par les épargnants ;

> une charte actualisée pour tenir compte de la transposition de la directive a été mise en application.

À l'occasion de la transposition de la directive MIF, dont l'article 53 préconise le développement des procédures amiables de règlement des litiges en matière financière, la suspension de la prescription civile et administrative, pendant la durée de la médiation, a été instaurée à l'article L. 621-19 du code monétaire et financier, entré en vigueur le 1er novembre 2007[1].

La nouvelle charte prend en compte cette mesure essentielle, de nature à développer ce mode de règlement amiable des litiges et précise, en les clarifiant, un certain nombre de principes.

L'AMF a publié un communiqué afin d'accompagner cette mise en application.

(1) Un alignement sur le régime de la médiation bancaire, qui recouvre tout type d'action (civile, pénale et administrative), sera, sans doute, nécessaire.

3 > Perspectives

L'ensemble de ces améliorations, au service de la protection de l'épargne, devra être poursuivi en 2008.

Seront plus spécifiquement suivies les conséquences éventuelles de l'extension du champ de la médiation bancaire aux produits d'épargne, réalisée par la loi n° 2008-3 du 3 janvier 2008 pour le développement de la concurrence au service des consommateurs, ainsi que les conditions de la transposition en droit interne de la directive sur la Médiation civile et commerciale.

Nul doute que l'extension du domaine d'intervention des médiateurs bancaires donnera lieu à des actions de communication émanant des établissements de crédit. Il sera indispensable de les accompagner pour expliquer le rôle de chaque médiateur et surtout proposer les moyens d'information les plus adaptés afin que les épargnants aient connaissance de l'ensemble des voies de recours amiables à leur disposition.

L'état des lieux actuel démontre, en effet, une parfaite coordination entre les divers intervenants, qu'il est impératif de sauvegarder, à un moment où le paysage législatif et réglementaire est en mutation.

À cet égard, il est important de souligner que la prise en compte des intérêts des investisseurs ne peut se faire qu'avec le soutien des professionnels. Le dialogue fructueux existant avec ces derniers devra être encore développé.

Cela d'autant plus que les réflexions en cours, notamment celles du groupe de travail sur la dépénalisation du droit des affaires, préconisent, comme l'avait fait auparavant la directive sur les Marchés d'instruments financiers (directive MIF), le développement des mécanismes alternatifs aux poursuites dans le domaine économique et financier, en raison de leur caractère rapide et confidentiel et de la possibilité qu'ils offrent d'une indemnisation plus rapide des victimes.

2 – Les relations avec le grand public

L'une des principales missions de l'Autorité des marchés financiers est de veiller à la protection des investisseurs. Cette mission comporte une dimension pédagogique. À cette fin, l'AMF met à la disposition des investisseurs, des épargnants particuliers et des professionnels un certain nombre d'outils tels que son site internet, des publications pédagogiques sous forme de fiches, de livrets et de questions-réponses (FAQ). Elle publie une revue mensuelle, des lettres trimestrielles à destination des professionnels, organise des réunions d'information, etc.

Elle propose également au public, tant particulier que professionnel, les permanences téléphoniques :
> de son Centre de documentation ;
> de son Service de la médiation ;
> et de sa Direction des affaires juridiques.

Ces permanences répondent aux questions des différents publics de l'AMF.

Par ailleurs, des représentants de l'AMF participent à de nombreuses manifestations et débats publics, en France et à l'étranger : forums, Salons, colloques.

Enfin, l'AMF dispose d'un réseau décentralisé dans les régions *via* les délégations régionales de la Banque de France auprès desquelles il est possible de se procurer les publications et informations relatives à l'AMF et à ses missions (cf. *supra* page 266 du présent chapitre). Au cours de l'année 2007, trois de ces délégations ont organisé, en liaison avec des universités, des conférences-débats, précédées de rencontres avec des banquiers, au cours desquelles Jacques Delmas-Marsalet, membre du Collège, a exposé les implications de la directive MIF en matière de commercialisation des produits financiers.

A – Les actions pédagogiques en faveur du grand public

1 > Les guides pédagogiques

Afin d'informer les investisseurs, l'AMF édite une collection de fiches et de livrets pédagogiques sur divers sujets : les documents d'information des sociétés cotées, l'actionnariat salarié, les conseillers en investissements financiers, etc. Ces guides sont disponibles gratuitement sur simple demande et peuvent être téléchargés sur son site internet[2]. En 2007, l'AMF a réactualisé et complété sa collection. Une nouvelle fiche a été créée : les Règles d'or de l'investisseur.

2 > La présence de l'Autorité des marchés financiers aux forums et Salons

Chaque année, l'AMF est présente au Forum de l'investissement, Salon consacré à l'épargne, à la bourse, et à la gestion de patrimoine. L'AMF participe également à Actionaria qui est exclusivement dédié à la bourse. Ces deux Salons sont l'occasion pour l'Autorité des marchés financiers de rencontrer le public.

3 > L'Institut pour l'éducation financière du public

L'AMF a activement œuvré en faveur de la création, en avril 2006, de l'Institut pour l'éducation financière du public. C'est en effet sur les recommandations d'un groupe de travail animé par l'AMF et d'une étude de TNS Sofres demandée par l'AMF, mettant en évidence le faible niveau de culture financière des épargnants français et leur souhait d'être mieux armés pour faire face à leurs responsabilités, qu'a été créé cet institut. Le soutien de l'AMF à l'Institut s'inscrit dans le cadre de la démarche « Meilleure régulation »[3], au titre du renforcement du dialogue avec le grand public.

L'Institut pour l'éducation financière du public, constitué en association indépendante, est piloté par un conseil d'administration composé d'une vingtaine de personnalités qualifiées issues du monde économique, financier, associatif, universitaire et éducatif.

L'Institut, a pour principale mission d'aider les épargnants français dans leurs décisions d'investissement en leur donnant les bases de connaissances nécessaires pour leur permettre, entre autres, de mieux comprendre et choisir les produits financiers qui leur sont proposés. L'Institut mène plusieurs séries d'actions :

- il élabore progressivement une politique globale de formation du public à l'épargne et à l'économie financière ;
- il s'attache à analyser les besoins généraux du public et à promouvoir une offre y répondant, en favorisant la mise en réseau et la labellisation des différents types de formations existantes ou à créer ;
- il conduit des campagnes de communication destinées à sensibiliser, à l'échelle nationale, le public aux problématiques économiques et financières ;
- il favorise la recherche académique et les contacts avec les organismes internationaux dans le domaine de l'éducation financière des épargnants ;
- il s'efforce d'instaurer un dialogue constructif avec les pouvoirs publics, le régulateur et toutes les parties intéressées par ce sujet de l'éducation financière des épargnants.

Depuis juin 2007, l'Institut pour l'éducation financière du public dispose d'un site internet : http://www.lafinancepourtous.com.

(2) Rubrique « Publications > Guides > Guides pédagogiques ».
(3) Cf. *infra* page 251 du présent chapitre.

B – Les alertes des régulateurs

La protection des investisseurs passe, notamment, par leur mise en garde lorsque l'AMF ou ses homologues européens détectent des offres de services ou des produits financiers contraires aux lois et règlements.

1 > Les alertes de l'AMF

D'une manière générale, l'Autorité des marchés financiers recommande aux investisseurs résidant en France la plus grande prudence à l'égard des produits n'ayant pas été autorisés à la commercialisation sur le territoire français et des services financiers proposés par des personnes physiques ou morales non habilitées, la sollicitation pouvant se faire par divers moyens tels que le téléphone, les courriers électroniques et postaux.

Elle rappelle que les personnes qui accepteraient ces offres irrégulières ne disposeraient, en cas de problème, que de moyens de défense limités.

Elle invite les investisseurs, sur son site internet, dans un espace dédié, à vérifier, avant de prendre une décision d'investissement, que la société qui propose un produit est bien agréée pour exercer son activité et que le produit qu'elle commercialise est lui aussi agréé.

Dans ce même espace dédié, sur la page « Alerte ! », un paragraphe intitulé « Règles de prudence élémentaires » permettra à l'investisseur de procéder à ces vérifications en consultant gratuitement les bases de données suivantes :

> la base OPCVM Geco (OPCVM et produits d'épargne), qui lui permet de vérifier l'agrément d'une société de gestion ou d'un produit ;
> le fichier des conseillers en investissements financiers (CIF) et le fichier des démarcheurs qui permettent de contrôler l'identité des professionnels qui le démarchent ou dont il souhaite utiliser les services ainsi que les activités ou produits que ceux-ci sont autorisés à proposer ;
> l'investisseur sollicité par un prestataire appartenant à une autre catégorie (entreprise d'investissement, établissement de crédit, etc.) peut vérifier son agrément auprès du CECEI[4].

Cette page décrit également les « arnaques » les plus fréquentes, parmi lesquelles :

> « La filière nigériane » ;
> « Félicitations, vous avez gagné le gros lot ! » ;
> « Des perspectives de carrière intéressantes » ;
> « Le *phishing* »[5] ;
> « Le programme d'investissement à haut rendement » ;
> « Conseils d'investissement portant sur des sociétés américaines et diffusés par courriers électroniques ».

L'AMF explique ainsi le fonctionnement de ces différents types de fraude et la façon de s'en prémunir.

Elle diffuse, enfin, des communiqués mettant en garde les investisseurs français dès lors qu'elle a connaissance de propositions de commercialisation de produits ou services non autorisés ou de démarchage par des personnes non habilitées à le faire. En 2007, trois mises en garde ont ainsi été publiées, à la suite de plaintes ou de questions adressées au Service de la médiation ou encore détectées par le Service de la surveillance des marchés ou par les délégués régionaux de la Banque de France. Dans le cadre de la coopération des membres du Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CESR) (cf. *infra* page 248), ces communiqués ont également été adressés aux régulateurs européens.

(4) CECEI : Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement : http://www.banque-france.fr/fr/supervi/agrement/popets-cred/1i.htm.
(5) *Phishing* : forme de piratage des données personnelles et bancaires principalement. Ce néologisme vient de la contraction des termes anglais *fishing* (« pêche ») et *phreaking* (« piratage téléphonique »).

2 > Les alertes des régulateurs européens

L'Autorité des marchés financiers reçoit régulièrement 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. En 2007, l'AMF a ainsi reçu 91 communiqués de mise en garde de la part de ses homologues. Ces alertes sont accessibles depuis le site internet de l'AMF, dans la page « Alerte » (cf. *supra* page 247 du présent chapitre) où une liste de liens permet d'accéder directement aux pages « Investisseurs » des sites internet des régulateurs européens homologues de l'AMF où sont diffusées ces mises en garde.

C – Le site internet : www.amf-france.org

Parmi les outils que l'AMF met à disposition du public, particuliers et professionnels, le site internet de l'AMF occupe une place centrale. Apprécié[6] pour la richesse des informations disponibles et son actualisation quotidienne, il a accueilli, en 2007, 4 millions et demi de visiteurs, soit une progression de 32 % par rapport à 2006. 74 millions de pages ont été vues en 2007.

Le site internet de l'AMF permet d'accéder à différentes catégories d'informations :

> l'information générale publiée par l'AMF comprenant, notamment,
  – pour les épargnants : les guides pédagogiques, le lexique, les mises en garde (cf. *supra* page 247 du présent chapitre) ;
  – pour les professionnels : la réglementation, les guides et des questions-réponses (FAQ), les lettres, les rapports, les études à l'intention des professionnels, etc. ;
> les informations communiquées par les sociétés cotées dans la base de données « Décisions et informations financières » – les prospectus et les documents de référence, les déclarations de franchissement de seuil des actionnaires, les déclarations (d'achat et de vente et déclarations des dirigeants), les accès aux sites internet des sociétés cotées ;
> les informations relatives aux décisions de l'AMF ;
> les décisions de conformité des offres publiques de l'AMF, les décisions de visa, les enregistrements de documents de référence, etc. ;
> les informations relatives aux OPCVM (prospectus, valeurs liquidatives) et aux sociétés de gestion (agrément, programme d'activité, produits gérés, etc.) agréés par l'AMF qui figurent dans la base de données Geco.

Chaque internaute selon son profil, particulier ou professionnel, dispose d'un espace, accessible depuis la page d'accueil, où il trouve l'information dont il a besoin. L'épargnant accède, depuis la page d'accueil, aux principales informations le concernant (conseils pratiques, mises en garde, guides pédagogiques, informations sur le service de médiation, etc.). Le professionnel, qu'il soit émetteur, prestataire de services d'investissement, responsable du contrôle des services d'investissement ou responsable de la conformité et du contrôle interne, peut choisir, dès la page d'accueil, de n'avoir accès qu'à l'information utile pour exercer son activité (réglementation, formulaires, etc.).

En novembre 2007, un nouvel espace pour la presse a été lancé, en versions française et anglaise, pour aider les journalistes à trouver l'information qu'ils recherchent. Une même page rassemble les informations dont ils sont le plus demandeurs : les communiqués de presse de l'AMF, les décisions de la Commission des sanctions, la présentation et fonctionnement de l'AMF, l'accès aux bases OPCVM Geco et Décisions et informations financières, les rendez-vous de l'AMF, les dernières publications, etc.

(6) C'est ce qu'il ressort des études Accenture menées auprès des professionnels et des épargnants en 2006 et d'une étude ergonomique menée en 2007.

L'internaute dispose de services et d'outils pour faciliter sa recherche d'information ;

> des abonnements gratuits :
- aux listes de diffusion qui lui permettent d'être informé de la mise en ligne sur le site internet des documents qui l'intéressent ;
- aux lettres d'information de l'AMF : la Lettre de la régulation financière, la Lettre économique et financière, la Lettre régulation et gestion d'actifs et les Cahiers scientifiques ;

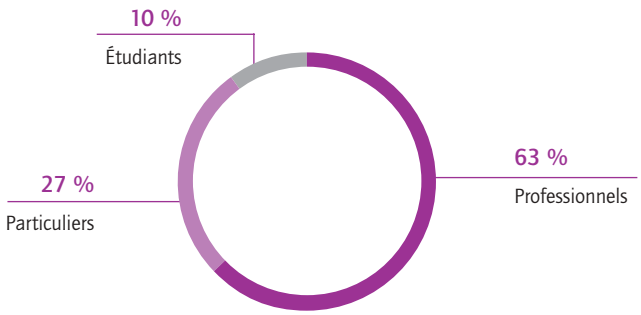
> des outils :
- le site internet en version anglaise ;
- un moteur de recherche proposant une recherche simple ou avancée ;
- un flux RSS *(Really Simple Syndication)* qui permet à l'internaute, disposant d'un lecteur de flux RSS, d'être informé, en temps réel, de la mise en ligne sur le site général de tout document (hors bases d'informations financières et OPCVM Geco) ;
- les contacts et l'assistance qui permettent de contacter directement les services ou d'adresser un message à l'administrateur du site ;
- une liste de liens vers les sites internet d'autres autorités, homologues étrangers, associations intervenant dans le domaine financier ;
- une foire aux questions où sont présentées les réponses aux questions les plus fréquemment posées ;
- un lexique proposant une définition de quelques termes financiers.

D – Le Centre de documentation et d'information (CDI)

Le Centre de documentation et d'information renseigne le public – professionnels, étudiants ou particuliers – ayant besoin de faire une recherche sur les domaines d'activité de l'AMF, les sociétés cotées et les marchés réglementés.

Les demandes externes adressées au Centre de documentation proviennent pour les deux tiers de professionnels : émetteurs, sociétés de gestion et principalement cabinets d'avocats. Ce chiffre est relativement stable, même si on assiste depuis 2006 à une augmentation (de 23 à 27 %) des demandes des particuliers. Les requêtes de ces derniers portent essentiellement sur les OPCVM (informations sur un fonds), sur les prestataires de services d'investissement (recherches d'agrément) et sur les actions (cours, suspension, etc.). Environ un tiers des appels des particuliers, relatifs à un litige avec un intermédiaire financier, sont réorientés vers le Service de la médiation.

Graphique 4 : répartition par type de demandes



Source : AMF

1 > La mission du Centre

En sus de son rôle interne, le Centre de documentation a pour fonction de répondre aux demandes d'information formulées par téléphone, par courriel ou par courrier, et de recevoir sur rendez-vous les personnes recherchant des informations non accessibles sur le site internet de l'AMF (ancienne réglementation, archives de la COB et du CMF, historique des prospectus visés par la COB avant 1999 et non disponibles en ligne, etc.).

Le CDI réoriente au besoin certaines personnes vers les services opérationnels de l'AMF ou les permanences spécialisées de la Direction des affaires juridiques et du Service de la médiation.

2 > Les services offerts

Le Centre de documentation aide le public dans la recherche de réglementations boursières et d'informations sur les marchés financiers. Il peut également fournir des renseignements tels que des coordonnées d'organismes ou de sites internet. Le cas échéant, le CDI renvoie vers des centres de documentation extérieurs spécialisés. L'envoi de bibliographies (références d'articles de revues et d'ouvrages) sur des thèmes relevant du domaine financier aide les étudiants dans la rédaction de leur mémoire ou les professionnels dans l'exercice de leur activité.

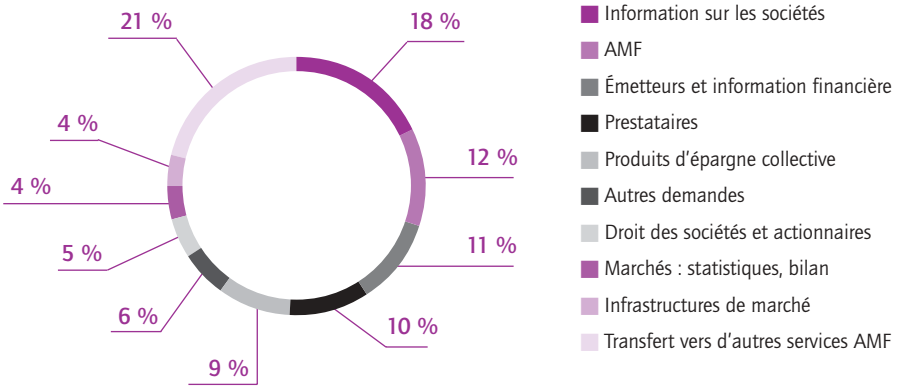
Sur demande, des documents (notes d'information, avis divers, valeurs liquidatives d'OPCVM, cours de bourse et brochures pédagogiques) peuvent être transmis par courriel, fax ou courrier, pour les interlocuteurs ne disposant pas d'un accès à internet.

Pour les internautes éprouvant des difficultés à trouver des réponses à leurs questions, le CDI propose une aide pédagogique sur l'utilisation du site internet de l'Autorité.

En 2007, le Centre de documentation a répondu à 3 058 demandes téléphoniques, contre 3 443 en 2006, soit une baisse d'environ 10 %. Ont été également traités plus de 1 350 courriels et courriers, contre 1 600 en 2006, soit une diminution de 15 %.

Les principaux documents consultés sur place sont les prospectus et notes d'information visés entre 1968 et 1999 et non disponibles en texte intégral sur le site internet de l'AMF.

Graphique 5 : répartition thématique des demandes de renseignements traitées par le CDI en 2007



Source : AMF

En 2007, la répartition thématique des questions est presque identique à celle de 2006.

Les demandes d'information relatives aux sociétés ont légèrement diminué. En effet, les internautes, de plus en plus familiers du site internet de l'AMF, ont moins besoin d'aide pour obtenir ce type d'information.

Un certain nombre de questions ont concerné des documents non disponibles sur le site internet car trop anciens ou obsolètes : réglementation, décisions de sanction, anciens bulletins, brochures et prospectus de sociétés.

À la suite des nombreuses modifications apportées au règlement général, un nombre important de requêtes des professionnels a porté sur la réglementation en vigueur.

Enfin, le Centre de documentation, dont la permanence téléphonique est ouverte sur une plage horaire plus large que celles des permanences du Service de la médiation et de la Direction des affaires juridiques, répond régulièrement aux appels reçus en dehors des heures d'ouvertures des permanences de ces deux services. Si le Centre de documentation peut répondre à la plupart des questions posées, en 2007, 20 % des demandes ont cependant dû être réorientées vers le Service de la médiation et à la Direction des affaires juridiques.

3 – Les relations avec les professionnels

A – Les consultations et la concertation avec la Place

1 > La démarche de « Meilleure régulation »

Au cours de l'année 2006, l'AMF s'était engagée dans un vaste exercice de consultation de la Place et des investisseurs baptisé « Pour une meilleure régulation ». À l'issue de cette phase de consultation, l'AMF a pris, fin 2006, une série d'engagements visant à rationaliser et à mieux proportionner son action aux buts poursuivis. En 2007, elle a initié de nombreux chantiers pour concrétiser ces engagements. Les acteurs de la Place ont pris une part active à cette rénovation, et se sont impliqués pour en assurer le succès, au travers de nombreux groupes de travail. Certains d'entre eux sont présentés de manière détaillée dans d'autres parties de ce rapport, mais il est utile d'en récapituler les résultats.

a) L'adaptation des textes

1 – La mise en place sur le marché réglementé d'un compartiment destiné aux admissions sans offre préalable au public

La réglementation applicable est désormais adaptée à la nature professionnelle des investisseurs. Les sociétés cotées sur ce nouveau compartiment sont ainsi dispensées de certaines obligations spécifiques prévues par le règlement général de l'AMF. Les dispositions législatives ou réglementaires applicables aux émetteurs dont les instruments financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé, telles qu'issues des directives européennes, notamment Prospectus, Abus de marché, Transparence, ou d'ordre comptable, demeurent en revanche applicables à toutes les sociétés. Ce nouveau compartiment est accessible aux sociétés tant étrangères que françaises.

2 – L'adaptation des procédures et des textes pour les valeurs moyennes cotées

La présidence d'un groupe de Place a été confiée à Yves Mansion, membre du Collège. Son rapport a été publié en novembre 2007 (cf. *intra* page 261 du présent chapitre). Le groupe de travail sur les aménagements de la réglementation financière pour les valeurs moyennes et petites a fait une série de préconisations afin de prendre en compte la spécificité des valeurs moyennes et petites.

3 – La réforme du cadre de la multigestion alternative

Le groupe de Place présidé par Philippe Adhémar, membre du Collège, a mis ses propositions en consultation jusqu'au 19 novembre. Le Collège de l'AMF devrait rendre ses conclusions au début de 2008, puis les travaux d'adaptation commenceront en lien avec la Direction générale du Trésor et de la politique économique. Le groupe de travail propose de donner de nouveaux degrés de liberté aux gérants, en contrepartie d'une responsabilisation accrue des sociétés de gestion.

4 – La simplification des procédures et des textes pour les petites sociétés de gestion

Une mission a été confiée à Jean de Demandolx, membre du Collège, dont le rapport est attendu pour le début 2008.

b) Le réexamen des procédures

1 – La réforme des procédures d'agrément des OPCVM

Un groupe de Place a été constitué dont les travaux se sont achevés à l'automne 2007. L'orientation générale est celle d'une simplification des procédures, en contrepartie d'un engagement plus marqué des sociétés de gestion sur la conformité de leur dossier. Les conclusions définitives du groupe de travail ont été acceptées par le Collège le 30 octobre au terme d'une période de consultation de deux mois.

L'évolution des modalités d'agrément des OPCVM devrait permettre de recentrer l'examen par le régulateur de la demande d'agrément d'un OPCVM sur les points majeurs de l'OPCVM, accélérant et fluidifiant ainsi le déroulement des procédures.

Par ailleurs, un dispositif d'agrément accéléré des OPCVM «clones» a été instauré. Il permettra de réduire de moitié la durée de la procédure d'agrément si l'OPCVM à créer est proche d'OPCVM déjà agréés par le régulateur et gérés par la même société de gestion. Ces évolutions s'accompagnent, par ailleurs, d'une forte réduction du coût administratif des procédures, avec, notamment, la mise en place de procédures d'agrément par voie électronique, et d'une simplification des conditions de délégation de la gestion administrative, comptable ou financière. Ce recentrage de la procédure d'agrément permet de développer les actions de suivi en cours de vie des OPCVM avec une priorité marquée sur la commercialisation. Il est opérationnel depuis janvier 2008 (cf. *supra* chapitre 4, page 152).

2 – L'amélioration de la prévisibilité de la procédure de visa des prospectus d'opérations financières et introduction d'une procédure simplifiée (dite « *simple track* »)

Un groupe de travail émanant de la Commission consultative Émetteurs a proposé une procédure garantissant une meilleure visibilité sur l'octroi du visa lors d'opérations standard, et pour des émetteurs ayant un historique suffisant (trois ans de documents de référence, respect des obligations d'information du marché, etc.). Cette procédure est accessible en contrepartie d'une attestation de l'émetteur ainsi que d'une attestation du prestataire de services d'investissement participant à l'opération (cf. *infra* page 261 du présent chapitre).

3 – L'information des personnes auditionnées dans le cadre d'une enquête

L'AMF a examiné les conditions dans lesquelles il était possible d'informer de la fin de l'enquête et de leur non-mise en cause les personnes auditionnées dans le cadre d'une enquête, et auxquelles le Collège a décidé de n'adresser à la fin de celle-ci ni notification de grief(s) ni lettre d'observation(s). Il a été ainsi décidé que lorsqu'une enquête est classée sans suite, les personnes auditionnées en seraient avisées. Si l'enquête donne lieu à l'ouverture d'une procédure devant la Commission des sanctions, il a été décidé d'attendre la décision de la Commission pour prévenir les personnes auditionnées qui n'ont pas été mises en cause.

c) La clarification et le renforcement des relations avec les professionnels

1 – La charte des commissions consultatives

À la demande des professionnels, le rôle des commissions consultatives a été précisé (elles délivrent des avis d'experts au Collège, mais leur saisine n'est ni automatique ni obligatoire). Leur articulation avec les associations professionnelles a également fait l'objet de précisions (cf. *infra* page 254 du présent chapitre).

2 – La charte des contrôles

Publiée le 30 octobre 2007, cette charte précise les pouvoirs et les obligations tant des inspecteurs de l'AMF que de l'établissement contrôlé et de ses collaborateurs en cas de contrôle. La charte reconnaît notamment le droit des entités contrôlées à être tenues informées du déroulement du contrôle sur place (cf. *supra* page 252 du présent chapitre).

3 – Les initiatives en direction des RCCI/RCSI pour mieux prendre en compte leur rôle de relais de la conformité

Trois journées questions-réponses sur la mise en œuvre de la directive MIF ont été organisées courant octobre et novembre. L'AMF a par ailleurs reçu les responsables du contrôle des services d'investissement (RCSI) des principaux groupes pour étudier avec eux leurs besoins.

4 – La publication de questions-réponses sur la directive MIF

Concomitamment à l'entrée en vigueur de la directive, l'AMF a publié le 7 novembre 2007[7] un document d'interprétation de ses dispositions les plus délicates, qui a permis aux acteurs de s'adapter plus efficacement au nouveau cadre juridique résultant de sa transposition.

d) L'amélioration de l'information délivrée aux investisseurs

1 – La recommandation sur le résumé du prospectus en cas d'appel public à l'épargne

La recommandation a été publiée en octobre 2007, afin d'améliorer la qualité et la lisibilité de l'information fournie par les sociétés cotées aux investisseurs dans le résumé du prospectus (cf. *supra* chapitre 3, page 104).

2 – La réforme du prospectus simplifié des OPCVM

L'AMF a assumé la coprésidence d'un groupe de travail européen, dont l'essentiel des travaux a été mené en 2007. Il propose à la Commission européenne plusieurs options pour un document très synthétique, recentré sur les éléments clés nécessaires à la décision, et qui seront testées auprès d'investisseurs européens courant 2008.

3 – Le contrôle de la publicité pour les OPCVM et les produits structurés

À la suite d'un premier diagnostic, les principes qui guideront l'examen par l'AMF des documents publicitaires des produits financiers, en application de la directive MIF, ont été mis en consultation au troisième trimestre 2007. Le dialogue va se poursuivre en 2008 sur ce sujet avec les associations professionnelles concernées.

2 > 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 constitué, en février 2004, 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.

(7) Disponible sur le site internet de l'AMF, rubrique « Publications > Guides > Guides professionnels ».

Ces commissions sont composées d'experts désignés par le Collège de l'AMF, et présidées par des membres du Collège qui en animent les travaux et en rapportent les résultats devant le Collège. Les membres des commissions consultatives sont nommés pour une durée de trois ans.

Leur rôle a été précisé en 2007 dans le cadre de la démarche de « Meilleure régulation », et à l'occasion du renouvellement de leurs membres, au travers d'une charte de fonctionnement.

Celle-ci pose notamment les principes suivants :

> les travaux de ces commissions s'inscrivent dans le cadre d'un processus de consultation à destination du Collège. Ainsi, ces commissions d'experts ont pour rôle principal d'éclairer les décisions du Collège susceptibles d'avoir un impact pour les acteurs du marché des domaines considérés. Elles doivent donc permettre aux services de l'AMF de recueillir un avis de leurs membres sur les sujets en cours d'instruction, et de bénéficier, le cas échéant, de leur apport sur les sujets que leurs membres auront identifiés de leur propre initiative ;

> les commissions sont consultées sur les projets de texte portant sur leur domaine en tant que de besoin et non de manière systématique. Leur avis sur les textes soumis par les services est consultatif. Les commissions n'interviennent pas sur les dossiers individuels ;

> les travaux des commissions se partagent entre des avis sur des projets de textes en cours d'instruction par les services (règlement général de l'AMF, rapports, etc.), des thèmes d'approfondissement choisis sur la base des propositions de leurs membres, et des avis sur les propositions de formulation de la doctrine par les services de l'AMF. L'AMF fera jouer aux commissions consultatives un rôle croissant dans le processus de formalisation et d'externalisation de la doctrine d'application de ses textes dans lequel elle s'est engagée. En outre, les commissions peuvent alerter les services sur des sujets de préoccupation entrant dans le champ de compétence de l'AMF. Enfin, les commissions d'experts peuvent être consultées sur les évolutions stratégiques des métiers et du contexte d'action de l'AMF.

Enfin, la charte précise également les modalités d'articulation avec les associations professionnelles, sur le mode de la complémentarité et de la coordination, plutôt que de la concurrence.

a) Épargnants et actionnaires minoritaires

Composition de la Commission consultative Épargnants et actionnaires minoritaires[8]

Jean-Claude Mothié, président
Jacques Delmas-Marsalet, vice-président

Bernard Camblain (Meeschaert, Association française du *Family Office*), Bernard Coupez (ASRAS BNP Paribas)[9], Jacques Coutance (membre de différents comités consultatifs d'actionnaires individuels), Vincent Dutfoy (CLAS)[10], Olivier Eon (Testé pour Vous), Agnès Gaultier de la Ferrière (FAS)[11], Marcel Jayr (comités d'investisseurs particuliers de l'ANSA[12] et d'Euronext), Pierre-Henri Leroy (Proxinvest), Viviane Neiter (APAI)[13], Colette Neuville (ADAM)[14], François Perrin-Pelletier (FAIDER)[15], Guillaume Prache (ARCAF)[16], Fabrice Remon (Deminor), Daniel Richard (avocat), Marie-Claude Robert (premier médiateur de la COB), Aldo Sicurani (FFCI)[17], François de Witt (France Info).

(8) De nombreux membres de cette commission ont participé au groupe de travail sur l'éducation des épargnants (cf. RA 2006, page 282).
(9) Association des actionnaires salariés retraités et anciens salariés du Groupe BNP Paribas.
(10) Association des actionnaires salariés du Crédit Lyonnais.
(11) Fédération française des associations d'actionnaires salariés et anciens salariés.
(12) Association nationale des sociétés par actions.
(13) Association pour la promotion de l'actionnariat individuel.
(14) Association de défense des actionnaires minoritaires.
(15) Fédération des associations indépendantes de défense des épargnants pour la retraite.
(16) Association nationale des fonctionnaires épargnant pour la retraite.
(17) Fédération française des clubs d'investissement.

La Commission consultative Épargnants et actionnaires minoritaires (« Commission Épargnants ») a poursuivi ses travaux en 2007 sensiblement sur le même rythme que précédemment (huit réunions). Elle a formulé des avis tant sur des questions très concrètes de doctrine de l'AMF, que sur des enjeux stratégiques de régulation.

Elle s'est particulièrement investie cette année dans les sujets de dimension internationale, certains de ses membres ayant formé un groupe de travail *ad hoc* pour préparer les débats sur des thèmes figurant à l'ordre du jour du CESR ou de la Commission européenne. La Commission Épargnants a ainsi contribué, en son nom propre, au débat ouvert par la Commission européenne, puis par le CESR, sur la réforme du prospectus simplifié des OPCVM. Ses membres se sont mobilisés pour porter directement dans les enceintes concernées, lors d'auditions publiques, la position de la Commission. Elle a également donné son avis au Collège sur d'autres sujets européens, tels que les projets en matière de réforme de la directive OPCVM, et la question de l'égalité de concurrence entre produits d'épargne.

Ce dernier sujet a retenu son attention à de nombreuses reprises, notamment au travers de l'audition de représentants de l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles (ACAM). La Commission Épargnants a également été consultée sur la réponse que l'AMF pouvait adresser aux consultations de la Commission européenne sur les priorités pour les services financiers de détail en Europe, et la concurrence entre produits équivalents pour les investisseurs, mais soumis à des législations différentes.

Le souhait de la Commission Épargnants est d'alimenter sa réflexion avec une vue transversale sur les produits qui sont dans le champ de compétences de l'AMF. À cet égard a été conclu, en 2007, un important accord de coopération avec le Comité consultatif du secteur financier (CCSF), visant à développer les échanges avec cette dernière instance. Les ordres du jour et les travaux font ainsi l'objet d'échanges réguliers, et le CCSF invite, en tant que de besoin, des membres de la Commission Épargnants, ou vient évoquer devant elle ses propres préoccupations.

La pratique des auditions témoigne de l'ouverture de la Commission Épargnants : outre les représentants de l'ACAM déjà mentionnés, ont été également entendus le président de l'Association française de la gestion, et le président de l'Institut pour l'éducation financière du public. La Commission Épargnants est demeurée attentive à la mise en œuvre des recommandations en la matière, résultant des travaux d'un groupe dont ses membres avaient constitué le noyau.

La Commission Épargnants s'est particulièrement intéressée aux modalités d'application de la directive MIF en matière de publicité sur les produits financiers. Ce travail a servi de base à l'AMF pour entamer un dialogue avec la Place sur la doctrine à mettre en place s'agissant de l'affichage des performances, la présentation équilibrée des avantages et des risques associés au produit, ou les coûts liés. Ce travail sera poursuivi en 2008.

Plus classiquement, la Commission Épargnants a été consultée sur des modifications de textes réglementaires ayant des répercussions sur les investisseurs, les actionnaires minoritaires et les associations qui les représentent, tels que l'archivage de l'information réglementée.

Elle a eu également l'occasion de réagir aux propositions formulées dans certains rapports publiés sous l'égide ou avec la participation des services de l'AMF. Le rapport du groupe de travail présidé par Philippe Adhémar, membre du Collège, sur le cadre réglementaire de la multigestion alternative, a ainsi retenu particulièrement son attention.

Enfin, la Commission Épargnants a débattu avec les services et le secrétaire général des premières leçons à tirer de la crise financière et en particulier de son impact sur certains OPCVM.

b) Opérations et information financières des émetteurs

Composition de la Commission consultative Opérations et information financières des émetteurs[18]

Yves Mansion, président
Bernard Field, vice-président

Olivier Assant (Bredin Prat), Olivier Azières (Cabinet Azières Conseil), Jean-François Biard (BNP-Paribas), Philippe Bougon (Schneider Electric), Jean-Régis Carof (L'Oréal), Franck Ceddaha (Oddo Corporate Finance), Jean Cedelle (Calyon), Martine Charbonnier (Nyse Euronext), Christophe Clerc (Shearman & Sterling), Marie-Noëlle Dompé (Darrois), France Drummond (universitaire), André Dupont-Jubien (Lazard), Jacques Espinasse (administrateur), John Glen (Air Liquide), Philippe d'Hoir (Fidal), Christian Labeyrie (Vinci), Philippe Lagayette (JP Morgan), Michel Léger (Léger et Associés), Alain de Marcellus (Cap Gemini), Patrice Marteau[19] (Acteo), Marie-Christine de Nayer (Freshfields), Hervé Philippe (Havas), Gilles Requillart (Peugeot), Jacques Rossi (Cabinet Rossi), Eliane Rouyer (Accor/CLIFF), Lionel Verdouck (Bouygues), Caroline Weber (MiddleNext)[20].

La Commission consultative Opérations et information financières des émetteurs (« Commission Émetteurs ») s'est réunie à dix reprises au cours de l'année 2007.

Comme annoncé en 2006, la Commission Émetteurs a débuté l'année 2007 par une réflexion sur son fonctionnement et les initiatives à entreprendre pour lui permettre :

> d'évaluer l'impact des nombreuses modifications réglementaires intervenues au cours des dernières années ;
> d'être mieux informée sur les questions et les difficultés que rencontrent les émetteurs dans la mise en œuvre des nouveaux textes afin d'y apporter une réponse adéquate ou de les relayer auprès du Collège de l'AMF ;
> d'identifier les sujets qui, à plus ou moins brève échéance, auront un impact significatif pour les émetteurs et nécessiteront une prise de position, voire une action du régulateur.

Ces initiatives se sont placées dans la ligne des engagements pris en novembre 2006, dans le cadre de démarche de « Meilleure régulation » lancée par l'AMF. La Commission Émetteurs a ainsi souhaité la création de plusieurs groupes de travail *ad hoc* :

> un premier groupe de travail a été constitué en février 2007 afin d'étudier en détail les bénéfices et les coûts liés à la mise en œuvre et à l'utilisation du langage de *reporting* financier XBRL *(Extended Business Reporting Language)*. L'objectif de ce groupe de travail, animé par deux membres de la Commission Émetteurs, Olivier Azières et Franck Ceddaha, était de dresser un état des lieux de ce standard en Europe et d'étudier les bénéfices qu'il peut apporter aux sociétés et à tous les utilisateurs du marché, tout en identifiant les coûts et les contraintes qui en découlent. Le rapport de ce groupe de travail a été présenté à la Commission Émetteurs lors de sa séance d'octobre et au Collège de l'AMF fin 2007. Le développement de ce standard et les fonctionnalités qu'il peut offrir à ses utilisateurs ont conduit le Collège à considérer qu'il entrait dans la mission de l'Autorité d'accompagner ce mouvement, en relation avec les différentes autorités publiques concernées. Les services de l'AMF travaillent à présent sur les actions qui pourraient être proposées au Collège ;

(18) Le Collège du 17 avril 2007 a entériné la nouvelle composition de la commission. Deux participants (J.-F. Biard et P. Marteau) font également partie de la Commission consultative Organisation et fonctionnement du marché.
(19) A rejoint la Commission consultative émetteurs en novembre 2007.
(20) En remplacement de M. Guy Mamou-Mani à compter de la séance de novembre 2007.

> le lancement d'un deuxième groupe de travail présidé par Yves Mansion, composé essentiellement de membres de la Commission Émetteurs, a été proposé en février 2007, afin d'examiner l'impact des modifications apportées par l'AMF à son règlement général en matière de déclaration de franchissements de seuil dans le cadre de la directive Transparence. À l'issue de ces travaux, l'AMF a publié une première série de questions-réponses le 17 juillet 2007 portant sur le dénominateur à retenir ;
> un troisième groupe de travail, mis en place en mai 2007 et présidé par Bernard Field, a été chargé d'étudier la possibilité pour l'AMF de mettre en place une procédure d'instruction allégée des prospectus pour certains émetteurs et sous certaines conditions. Les travaux de ce groupe de travail ont conduit à la publication par l'AMF, le 18 décembre 2007, d'une proposition de mise en œuvre de cette réforme soumise à consultation publique jusqu'au 31 janvier 2008.

Par ailleurs, la Commission Émetteurs a été amenée à débattre sur les travaux d'un autre groupe de travail mis en place en avril 2007 par le Collège de l'AMF, en collaboration avec MiddleNext, présidé par Yves Mansion et chargé de réfléchir aux adaptations des textes et des procédures envisageables pour les petites et moyennes valeurs. Le projet de rapport de ce groupe de travail a ainsi été présenté à la Commission Émetteurs pour discussion, en octobre 2007, puis le projet de position de l'AMF sur le sujet, en décembre 2007, (cf. *supra* chapitre 3, page 102).

La Commission Émetteurs a également été consultée sur les modifications à apporter au règlement général de l'AMF pour permettre la mise en place, sur Euronext Paris, d'un compartiment destiné aux admissions sans offre préalable au public et sur lequel seront admis les titres d'une société par cotation directe ou à la suite d'un placement privé (cf. *supra* chapitre 3, page 102). Elle a également été consultée sur le projet de règlement général transposant la directive d'application de la directive Transparence.

Parallèlement, la Commission Émetteurs a été étroitement associée aux travaux menés par l'AMF en 2007 visant à clarifier ses textes. De même, la Commission Émetteurs a été associée aux publications doctrinales de l'AMF sur les opérations financières. Son avis a ainsi notamment été recueilli sur les thèmes suivants : position relative aux augmentations de capital par attribution de bons de souscription d'actions, questions-réponses sur les prévisions de bénéfice, recommandations de l'AMF en vue de l'arrêté des comptes 2007, position relative aux *Equity Lines* et aux « PACEO » (cf. *supra* chapitre 3, page 105).

D'autre part, la Commission Émetteurs a été informée d'un certain nombre de sujets dépassant le cadre national : points d'information sur les travaux du groupe de contact du CESR sur les prospectus, projet de modification publié par la SEC américaine visant à limiter les ventes à découvert avant le lancement d'une offre au public ou visant la suppression de la réconciliation IFRS/US GAAP.

Enfin, aux mois de novembre et de décembre 2007, pour la quatrième année consécutive, la Commission Émetteurs a examiné les projets de rapport de l'AMF sur les agences de notation et de rapport des présidents sur le gouvernement d'entreprise et les procédures de contrôle interne parus en 2008. Cette année, l'examen du rapport 2007 de l'AMF sur les agences de notation a revêtu une importance particulière, à la suite des turbulences intervenues sur le marché du *subprime* américain au cours de l'année 2007 et du comportement des agences face à ces événements. L'AMF a consacré une analyse spécifique à ce sujet[21].

(21) Disponible sur le site internet de l'AMF, rubrique « Publications > Lettres et cahiers > Risques et tendances ».

c) Organisation et fonctionnement du marché

Composition de la Commission consultative Organisation et fonctionnement du marché

Jean-Michel Naulot, président
Jean-Pierre Pinatton, vice-président

Jean-François Bay (Seeds Finance), Jean-François Biard (BNP Paribas), Françoise Bonfante (UBS France SA), Alban Caillemer du Ferrage (Gide Loyrette Nouel), Didier Demeestere (Ampléo Gestion) Gérald Harlin (Axa), William Higgons (Siparex), Catherine Langlais (NYSE Euronext), Jean-Bernard Laumet (HSBC/CCF), Patrice Marteau (Acteo), Hubert Massiet du Biest (LCL Crédit Lyonnais), Jean-Pierre Mattout (Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP), Alain Moynot (BNP Paribas), Christian Nesi (Banque de France), Catherine Patou (Natixis), Didier Rolland (SG Securities Paris SAS), Hubert de Vauplane (Calyon).

La composition de la Commission consultative Organisation et fonctionnement du marché a été sensiblement réaménagée à l'occasion de l'arrivée à échéance du mandat des premiers membres nommés en 2004.

La Commission consultative s'est réunie sept fois au cours de l'année 2007.

Son agenda a largement été dicté par des sujets relatifs à la mise en œuvre de la directive MIF. Ainsi, la Commission a consacré plusieurs séances à des discussions visant à clarifier, de façon très opérationnelle et concrète, l'interprétation de la règle dite de « meilleure exécution », en lien avec les travaux et recommandations du CESR et avec le document de travail publié par la Commission européenne sur cette question.

La Commission a également eu à examiner d'ultimes modifications du règlement général de l'AMF transposant les dispositions de la directive MIF relatives aux déclarations des transactions à l'autorité compétente ainsi que le projet d'instruction y afférent. À cette occasion, des échanges de vues ont notamment eu lieu sur les critères susceptibles d'être retenus par les prestataires de services d'investissement lorsqu'ils choisissent de partager le flux des déclarations de transactions des succursales entre pays d'accueil et pays d'origine.

Un premier débat a eu lieu au sein de la Commission consultative sur des projets de modification du règlement général de l'AMF qui seront finalisés au cours du 1er trimestre 2008. La première série de ces modifications porte sur la gestion des informations privilégiées (section 2 du chapitre 5 du titre I du livre III) et la seconde sur les interventions des prestataires de services d'investissement sur le marché en période d'offre publique d'acquisition.

Plus généralement, s'agissant de la mise en œuvre de la directive MIF et du règlement général de l'AMF, la Commission a été saisie en amont des premières séries de questions-réponses que l'AMF a publiées sur son site(22). Les échanges qui ont eu lieu ont utilement permis de clarifier ou préciser les projets de réponses avant adoption définitive par le Collège.

Sur des sujets connexes, la Commission a également été consultée sur les conditions de réalisation des augmentations de capital par voie d'attribution gratuite de BSA, succédanés du DPS, ainsi que sur les conditions dans lesquelles la cession de titres acquis en période de stabilisation bénéficie d'une présomption irréfragable de légitimité *(safe harbor)* prévue par le règlement européen n° 2273/2003RE portant, notamment, sur les opérations de stabilisation (cf. *supra* chapitre 3, page 106).

(22) Disponible sur le site internet de l'AMF, rubrique « Publications > Guides > Guides professionnels ».

Enfin, la Commission a continué à jouer un rôle consultatif dans l'évolution des règles et des projets de l'entreprise de marché qui nécessitent une approbation de la part du régulateur. La principale évolution qui lui a été soumise porte sur la mise en place par Euronext du nouveau service d'appariement interne des ordres *(internal matching facility)* appelant notamment une modification de l'algorithme d'exécution des ordres (cf. *supra* chapitre 4, page 177). L'évolution du marché des *warrants* et des certificats a également fait l'objet de discussions au sein de la Commission.

d) Activités de gestion individuelle et collective

Composition de la Commission consultative Activités de gestion individuelle et collective

Philippe Adhémar, président
Thierry Coste, vice-président jusqu'au 11 avril 2007

Francis Ailhaud (Groupama AM), Christian Boisson (Crédit Agricole AM), Dominique Carrel-Billard (Axa IM), Raymond de Courville (AM Capital), Gilles Glicenstein (BNP Paribas AM), Guillaume Jalenques de Labeau (SPGC)[23], Pierre Jolain (Haas gestion), Jean-Louis Landais (Banque de France), Gérard Pfauwadel (Unigestion AM), Alain Pietrancosta (Paris I), Hélène Ploix (Pechel Industries), Bruno Prigent (Société Générale), Antoine de Salins (FRR)[24], Patrick Sellam (Cabinet Patrick Sellam), Etienne Stofer (CRPN).

La Commission consultative Activités de gestion financière est le lieu d'un dialogue avec la Place où sont représentés différents acteurs professionnels du monde de la gestion : non seulement les gérants d'actifs, mais aussi les dépositaires et les investisseurs institutionnels. Elle a poursuivi ses travaux en 2007 au travers de huit réunions.

La Commission a continué à jouer un rôle consultatif dans le domaine réglementaire du ressort de l'AMF : les principales évolutions de la réglementation lui ont été soumises et ont été débattues. On peut citer, parmi un grand nombre de sujets, la finalisation du règlement général sur les OPCI, les modalités de dissolution d'un fonds à horizon avant échéance, les *swaps* de performance et les structurations sur gestion active, et diverses propositions de refonte des instructions de l'AMF relatives à l'agrément des OPCVM ou des sociétés de gestion, etc.

L'application de la directive MIF aux métiers de la gestion d'actifs a été l'un des fils conducteurs des travaux de la Commission, qui a examiné plusieurs projets de transposition de la directive, puis d'interprétation de ses dispositions les plus délicates, au travers de l'examen de « questions-réponses » ou d'analyses spécifiques.

La dimension européenne des évolutions réglementaires a été particulièrement sensible dans les travaux de la Commission en 2007, puisque celle-ci s'est penchée sur les conséquences des travaux communautaires sur les actifs éligibles à l'investissement par les OPCVM, sur les projets de modification de la directive OPCVM portés par la Commission européenne, sur les travaux de réforme du prospectus simplifié placés sous l'égide du CESR, enfin sur le débat soulevé par les produits concurrents des OPCVM mais soumis à un cadre réglementaire moins contraignant.

L'articulation des travaux de la Commission avec ceux des groupes de travail sur des sujets précis présentant des enjeux pour la gestion a été assurée par le biais de points d'étape réguliers, ce fut notamment le cas avec le groupe de travail présidé par Philippe Adhémar sur la réforme du cadre de la multigestion alternative.

La Commission a commencé à jouer le rôle de forum de discussion de la doctrine que souhaite lui

(23) Société privée de gestion et de conseil.
(24) Fonds de réserve des retraites.

conférer progressivement l'AMF dans le cadre de son engagement d'externaliser davantage les positions des services. Elle a ainsi examiné non seulement les questions-réponses sur l'application de la MIF, mais aussi les positions en matière de délégation de gestion, ou sur l'examen des documents commerciaux des OPCVM.

Elle a, enfin, été consultée sur la réforme de la procédure d'agrément des OPCVM mise en œuvre au titre de la démarche de « Meilleure régulation ».

e) Activités de compensation, de conservation et de règlement-livraison

Composition de la Commission consultative Activités de compensation, de conservation et de règlement-livraison

Dominique Hoenn, président
Jean de Demandolx Dedons, vice-président

Robert Baconnier (ANSA), Philippe Castellanelli (HSBC Bank PLC), Emmanuel de Fournoux (AFEI)[25], Michel Germain (Paris II), Christophe Hémon (LCH.Clearnet SA), Anne Landier Juglar (CACEIS), Philippe Langlet (Société Générale), Christophe Lepitre (ADI Alternative Investments), Yvon Lucas (Banque de France), Guy Mengin (Crédit Suisse), Daniel Mesure (Crédit Agricole Titres), Philippe Pauzet (Arlis), Marcel Roncin (AFTI), Yann de Saint-Meleuc (Groupama Asset Management), Pierre Slechten (Euroclear France).

La Commission consultative Activités de compensation, de conservation et de règlement-livraison compte quinze personnalités représentant le domaine des infrastructures de *post*-marché, de la banque, des entreprises d'investissement et des autorités prudentielles. Sa composition a été partiellement renouvelée en juin 2007.

La Commission s'est réunie deux fois au cours de l'année 2007 et a été amenée à formuler des avis sur diverses initiatives relatives au *post*-marché et à la tenue de compte conservation.

La Commission a ainsi pris acte des conclusions du groupe de travail mis en place à sa demande en 2006 sur le traitement des levées d'options, au regard des prélèvements fiscaux et sociaux, des plans d'attribution d'actions gratuites et des augmentations de capital en actions réservées aux salariés.

La Commission a été consultée sur l'évolution des règles des infrastructures de marché qui nécessitent une approbation des régulateurs. Elle a été conduite à examiner le projet de modification des règles non harmonisées d'Euronext Paris relatives aux cycles de détachement des dividendes et à la radiation des titres de créances, en lien avec la mise en place du système ESES par Euroclear France. De même, son avis a été sollicité sur des projets de modifications des règles de fonctionnement d'Euroclear France en qualité de dépositaire central et de gestionnaire d'un système de règlement-livraison de titres.

La Commission a été consultée sur le projet de modification du règlement général de l'AMF relatif à la fonction de dépositaire d'OPC afin d'y intégrer les spécificités liées aux biens immobiliers éligibles à l'actif d'un OPCI.

La Commission a par ailleurs échangé ses vues sur le rapport de l'AFTI[26] et du CFNOB[27] relatif aux dispositions applicables aux centralisateurs d'opérations financières, et plus particulièrement sur les délais dans lesquels les teneurs de compte conservateurs doivent traiter un certain nombre d'opérations financières et les difficultés qui peuvent en résulter.

(25) Association française des entreprises d'investissement.
(26) Association française des professionnels du titre.
(27) Comité français de normalisation et d'organisation bancaire.

Enfin, la Commission a été informée de la constitution d'un groupe de travail sur le *post*-marché au sein du CESR et a eu un premier débat sur l'évolution de LCH.CLearnet SA et de la compensation en Europe, notamment au regard de la mise en œuvre du code de conduite européen des Infrastructures.

3 > Les travaux des groupes de Place

En parallèle des travaux conduits au sein des commissions consultatives, l'AMF a consulté professionnels et experts de la Place sur des sujets plus spécifiques dans le cadre de groupes de travail.

a) Le groupe de travail sur la mise en place d'une procédure simplifiée d'instruction et de visa

Dans le cadre de sa démarche de « Meilleure régulation », l'AMF avait évoqué la possibilité de mettre en place, en collaboration avec les professionnels concernés et sur la base d'une déclaration d'éligibilité de leur dossier, des procédures simplifiées de contrôle *a priori* des opérations financières des sociétés cotées.

En mai 2007, à l'initiative de la Commission consultative émetteurs, un groupe de travail, présidé par Bernard Field, membre du Collège, composé à la fois de représentants des sociétés cotées, des banques et des commissaires aux comptes a réfléchi à la mise en place d'une procédure d'instruction et de visa simplifiée pour les prospectus établis par certaines sociétés dans le cadre d'opérations d'appel public à l'épargne.

Le résultat de ces travaux, publiés le 18 décembre 2007, et qui ont fait l'objet d'une consultation publique jusqu'au 31 janvier 2008, a conduit à modifier l'article 5 de l'instruction AMF n° 2005-11 du 13 décembre 2005 relative à l'information à diffuser en cas d'appel public à l'épargne prise en application du titre I du livre II du règlement général de l'AMF.

Dans le cadre de cette réforme, l'AMF s'engage pour les émetteurs ayant, entre autres, fait enregistrer et donc soumis à contrôle *a priori* trois documents de référence, et étant à jour de leurs obligations d'information périodiques et permanentes à :

> encadrer l'instruction du dossier dans des délais courts et prédéfinis ;
> faire en sorte qu'après deux jours ouvrables, l'émetteur sache s'il bénéficie ou non de la procédure simplifiée et, en conséquence, si son document de référence et ses actualisations feront ou non l'objet d'un nouveau contrôle approfondi à l'occasion de l'opération ;
> ne revoir dans la note d'opération que les clauses identifiées comme « non standards », par référence aux « schémas standards » qui résulteront des travaux de l'AFEI en accord avec l'AMF. Trois types d'opérations devraient être concernées : les augmentations de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription, et les émissions d'OCEANE.

b) Le groupe de travail sur les aménagements de la réglementation financière pour les valeurs moyennes et petites

Depuis la création d'Eurolist, les obligations d'information auxquelles sont soumises les sociétés cotées sur le marché réglementé parisien se sont accrues, sans distinction de taille de capitalisation. Constatant que cette situation pouvait peser sur l'attractivité à terme des marchés réglementés, et dans la ligne de sa démarche de « Meilleure régulation », l'AMF a mis en place en avril 2007, en collaboration avec MiddleNext, un groupe de travail présidé par Yves Mansion, membre du Collège, sur les valeurs moyennes et petites (VaMPs)[28].

Le rapport de ce groupe de travail, publié le 6 novembre 2007, a été soumis à la consultation publique jusqu'au 5 décembre 2007.

(28) Cf. *supra* chapitre 3, page 102.

Les conclusions de ce rapport et les recommandations associées ont bénéficié de l'expertise de représentants de MiddleNext et de l'AMF, mais aussi de celle de sociétés cotées de taille moyenne, d'associations représentatives d'émetteurs (MEDEF, Croissance Plus), d'Euronext, de l'Institut français des administrateurs, de commissaires aux comptes ainsi que d'avocats et d'intermédiaires travaillant régulièrement avec des émetteurs de capitalisations petites ou moyennes.

Le groupe a conduit ses travaux avec comme objectifs de :

> définir la notion de valeurs moyennes et petites, qu'il a choisi de dénommer VaMPs ;
> donner un cadre plus cohérent et plus adapté à la situation de ces sociétés tout en garantissant la protection de l'épargne ;
> identifier et proposer des allégements possibles des contraintes pesant sur ces sociétés, au niveau de l'AMF ;
> identifier des propositions d'améliorations législatives au niveau national ou européen.

À la suite des recommandations formulées par le groupe et des réactions recueillies au cours de la consultation publique, l'AMF a décidé, dans une position publiée le 9 janvier 2008[29], de :

> définir les VaMPs comme les sociétés ayant une capitalisation boursière inférieure à 1 milliard d'euros, afin, notamment, de s'aligner sur les critères déjà retenus par Nyse Euronext pour les compartiments B et C d'Eurolist. Ces sociétés représentent environ 80 % des émetteurs de l'Eurolist Paris, mais moins de 5 % de la capitalisation boursière totale. L'AMF a donc été au-delà du seuil de 750 millions d'euros proposé par le groupe de travail ;
> recommander, pour les exercices ouverts à compter du 1er janvier 2007, l'utilisation des deux guides adaptés aux VaMPs, établis par le groupe de travail, l'un pour l'élaboration de leur document de référence, et l'autre pour la préparation et la rédaction de leur rapport sur le contrôle interne ;
> fluidifier les échanges entre les sociétés et ses services opérationnels en proposant de nouvelles modalités d'organisation – généralisation de l'interlocuteur unique, renforcement de la communication sur son organisation interne et développement d'actions pédagogiques en faveur des VaMPs. À cet égard, elle devrait communiquer sur les suites pratiques données à ces chantiers avant l'été 2008 ;
> soutenir les modifications législatives souhaitées par le groupe de travail au niveau français – suppression des obligations de publication au BALO[30] et extension du régime du rachat d'actions aux titres inscrits sur Alternext – et au niveau européen (notamment l'allongement de deux à trois mois du délai de publication du rapport financier semestriel de deux mois imposé par la directive Transparence). Enfin, elle est favorable à la prise en compte de la spécificité des valeurs moyennes et petites afin que leurs obligations ne soient pas inutilement alourdies dans la perspective de la transposition de directives européennes courant 2008.

D'autres groupes de place ont été créés au cours de l'année dans les différents métiers de l'AMF ; leurs travaux sont mentionnés dans les chapitres relatifs aux différents secteurs d'activité de l'Autorité.

(29) Disponible sur le site internet de l'AMF, rubrique « Textes de référence > Accès par type de textes > Positions AMF ».
(30) Bulletin d'annonces légales obligatoires.

4 > Le Conseil scientifique

Composition du Conseil scientifique

Michel Aglietta (université Paris X Nanterre), Michel Albouy (université Grenoble PMF-ESA), Noël Amenc (EDHEC), Patrick Artus (IXIS-CIB), Christian de Boissieu (Université Paris I), François Champarnaud (Agence des participations de l'État), Patricia Charlety (ESSEC), Jean-Michel Charpin (INSEE), Olivier Davanne (Associé DPA Conseil), Thierry Foucault (HEC), Olivier Garnier (Société Générale Asset Management), Edith Ginglinger (université Paris-Dauphine), Christian Gourieroux (université Paris IX et ENSAE), Carole Gresse (université Paris-Dauphine-CEREG), Ruben Lee (Oxford Finance Group), Jean-François Lepetit (président du Conseil national de la comptabilité), François-Serge Lhabitant (HEC université de Lausanne), Albert Menkveld (Vrije Universiteit Amsterdam), André Orléan (CNRS), Olivier Pastré (université Paris VIII, GP Banque), Jean-Charles Rochet (université de Toulouse-Institut d'économie industrielle), Benn Steil *(Council on Foreign Relations)*, Marc-Olivier Strauss-Kahn (Banque de France), Xavier Vives (IESE Business School).

Le Conseil scientifique de l'Autorité des marchés financiers s'est réuni à trois reprises pendant l'année 2007. Au cours de chaque séance, des travaux de recherche ont été présentés, sur des thèmes proches des préoccupations du régulateur de marché.

La première séance, qui s'est tenue au mois de mars, a été consacrée à la question des actifs complexes et/ou illiquides. Patrick Artus (Natixis) a rappelé les propriétés, en termes de rendement, de risque et de liquidité, des actifs de type *private equity, hedge funds,* ou enfin immobilier. Il a, notamment, mis en évidence la difficulté à appréhender correctement l'ensemble des risques inhérents à la détention de ces instruments et donc la prudence avec laquelle ils doivent être introduits dans les portefeuilles des investisseurs classiques. Gunther Capelle-Blancard (université de Paris X Nanterre) a, pour sa part, présenté les résultats d'une recherche portant, d'une part, sur la localisation des activités financières, d'autre part sur le lien entre le développement du secteur financier et la croissance économique d'ensemble. L'originalité des travaux présentés provient, notamment, de l'approche pluridisciplinaire retenue, combinant des éléments de sociologie, de finance et de géographie économique.

La deuxième séance du Conseil scientifique de l'année 2007 s'est tenue le 22 juin. Raphaëlle Bellando, de l'université d'Orléans, a présenté une recherche portant sur le comportement des gestionnaires d'OPCVM français en termes de prise de risque. Il s'agit d'analyser si les gérants de fonds ont tendance à certaines périodes à exposer leur portefeuille à un risque accru, afin de capter des flux additionnels de souscriptions. Les conclusions, non définitives, tendent à corroborer cette hypothèse : les fonds dont la performance est modeste prennent en fin d'année un risque plus important, afin d'être en mesure d'afficher sur l'ensemble de l'année une performance en ligne avec celles des fonds concurrents. Henri Servaes *(London Business School)* a présenté, pour sa part, une étude sur les déterminants des frais dans la gestion collective, au plan international. Les résultats montrent que les frais peuvent dépendre de nombreux facteurs tels que la taille des fonds, leur objectif d'investissement, le nombre de pays dans lesquels ils sont distribués, le degré de concurrence de l'industrie de la gestion d'actifs ou encore la qualité de l'environnement réglementaire.

Le 13 décembre s'est tenu le dernier Conseil scientifique de l'AMF de l'année, au cours duquel trois thématiques ont été exposées. Patricia Charlety (ESSEC), Marie-Cécile Fagart (université de Paris V) et Saïd Souam (université de Paris-Nord) ont d'abord présenté une étude portant sur les liens entre les prises de participations et le gouvernement d'entreprise. À partir de la littérature académique et d'observations empiriques, Patricia Charlety a, dans un premier temps, exposé les différents types de

prises de participation, leurs bénéfices, leurs coûts et leurs conséquences pour les actionnaires de l'entreprise cible. Saïd Souam a ensuite complété cette présentation par une analyse empirique des stratégies de prises de participation, fondée sur un calcul de rendements anormaux des actions ciblées par ces opérations.

Les résultats de travaux portant sur « les investisseurs à long terme et la gouvernance » ont ensuite été présentés par Michel Aglietta, Sabine Montagne (CBRS-IRISES, université de Paris IX Dauphine) et Antoine Rebérioux (université de Paris X Nanterre). Les développements ont porté sur plusieurs problématiques liées aux investisseurs institutionnels, comme les déterminants des allocations stratégiques de portefeuille, la délégation de gestion, ou enfin les différents modes de gouvernement des entreprises. Enfin, Benn Steil *(Council on Foreign Relations)* a comparé l'organisation des systèmes électroniques de négociation des titres de dette publique aux États-Unis et en Europe. Il a souligné les bénéfices potentiels qu'il y aurait à autoriser les *hedge funds* à devenir membres du système électronique de négociation européen, comme aux États-Unis, tout en en mesurant les conséquences pour l'organisation de ces marchés.

Après le succès de son premier colloque en 2006, le Conseil scientifique de l'AMF a consacré son édition 2007 à l'organisation des marchés financiers et aux défis qu'elle représente pour les régulateurs. L'actualité internationale a conduit à organiser cette conférence conjointement avec la *Securities and Exchange Commission* (SEC) américaine. Elle a eu lieu le 14 mai 2007 au palais du Luxembourg à Paris. Ouverte par Michel Prada, président de l'AMF, et Annette Nazareth, commissaire de la SEC, cette conférence s'est tenue sur une journée. La séance du matin, introduite par une analyse de Hans Stoll (Vanderbilt) sur les facteurs de concurrence entre les marchés, a été approfondie par Thierry Foucault (HEC) sur les questions de concurrence entre marchés réglementés. Albert Menkveld (Université libre d'Amsterdam) a ensuite focalisé son étude des structures de marché alternatives sur l'animation du marché des petites valeurs néerlandaises, puis Carole Gresse (université de Paris Dauphine) a abordé la menace que constituent les plates-formes de négociation alternatives. Sur ces bases, un panel d'éminents praticiens dirigé par Annette Nazareth a évalué les implications stratégiques pour les marchés. L'après-midi, les facteurs de la liquidité sur les marchés émergents ont été examinés par Roger Huang (université Notre Dame, Indiana), et l'impact du changement technologique en la matière par Terrence Hendershott (Université de Californie, Berkeley). Des vues sur la régulation ont enfin été présentées. Albert Kyle (université du Maryland) a exploré certains aspects relatifs aux marchés à terme ; Chester Spatt, chef économiste de la SEC, a généralisé le point de vue, et Erik Sirri, directeur de la Direction régulation des marchés de la SEC, a offert une approche plus prospective du débat transatlantique sur ces sujets. Une table ronde de praticiens reconnus, dirigée par Hubert Reynier, secrétaire général adjoint, Direction de la régulation et des affaires internationales de l'AMF, a finalement débattu de ces enjeux réglementaires[31].

B – Les actions d'information en direction des professionnels

En 2007, et conformément aux engagements pris dans le cadre de sa démarche « Meilleure régulation », l'AMF a poursuivi son action d'information en matière de transposition des directives européennes et d'évolutions réglementaires auprès des professionnels. Une série d'actions pédagogiques a ainsi été mise en place parmi lesquelles :

> l'organisation de réunions d'information sur la transposition de la directive Marchés d'instruments financiers (MIF) (cf. *supra* chapitre 4, page 154) ;

> comme les années précédentes, l'AMF a organisé des rencontres avec les RCSI/RCCI. Au fil des années, cette journée est devenue un rendez-vous incontournable pour les responsables du contrôle des services d'investissement et des responsables du contrôle de la conformité des investissements.

(31) Présentations, comptes-rendus et vidéos des interventions sont disponibles sur le site internet de l'AMF, dans la rubrique « Publications > présentations, conférences de presse ».

Ces rencontres constituent, en effet, l'un des éléments du dialogue permanent et institutionnalisé entre le régulateur et cette profession. Elles permettent au régulateur d'exposer de manière pédagogique les évolutions réglementaires et sa jurisprudence. Cette 7e édition a été l'occasion d'aborder la transposition de la directive MIF dans la réglementation française ;

> l'organisation des Entretiens de l'AMF dont le thème était « Les nouveaux enjeux des marchés financiers ». Ont été abordées : les opportunités offertes aux acteurs de marché par l'entrée en vigueur de la directive MIF, l'innovation financière et les nouveaux risques, la réponse de la Place à ces nouveaux défis pour maintenir son efficience au meilleur niveau et l'évolution de la réglementation pour s'adapter à ces nouveaux enjeux ont aussi été traités. Cette 4e édition des Entretiens de l'AMF a ainsi réuni les acteurs des marchés financiers. Les thèmes de cette journée ont été l'occasion de faire, notamment, le point sur la mise en place de la directive MIF un mois après son entrée en vigueur, mais aussi d'aborder les problématiques d'activisme actionnarial, ainsi que l'appréhension par ces acteurs de nouveaux risques tels que le risque de liquidité ;

> l'Autorité a complété, en 2007, la collection « S'informer sur », destinée aux professionnels en publiant un guide sur le prospectus(32) qui a pour vocation d'informer les sociétés faisant appel public à l'épargne sur le contenu du prospectus et de les accompagner dans leurs démarches, du dépôt du dossier à la clôture de l'opération financière réalisée ;

> l'AMF a enfin lancé à destination des professionnels de la gestion d'actifs une nouvelle lettre trimestrielle électronique en français et en anglais intitulée Régulation et gestion d'actifs(33).

4 – La coopération avec la Banque de France

Les relations entre la Banque de France et l'Autorité des marchés financiers sont étroites. Un représentant de la Banque de France désigné par le gouverneur siège au Collège de l'AMF et 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 de collaborateurs. Les échanges d'informations se font dans le cadre d'un secret partagé prévu par la loi.

Les échanges entre les autorités de surveillance s'articulent principalement autour de trois grands domaines :

> les échanges d'informations ;

> la coopération locale ;

> la collaboration sur la mission de contrôle des prestataires de services d'investissement.

La coopération entre les deux autorités a fonctionné efficacement dans la gestion de la crise des *subprime*. Dès l'été 2007, les services de l'AMF et de la Banque de France se sont rapprochés et se sont tenus régulièrement informés de l'évolution des marchés des actifs titrisés et du crédit ainsi que de la situation des différents acteurs concernés (sociétés de gestion, établissements de crédit et entreprises d'investissement). Cette étroite collaboration a débouché sur une contribution écrite commune aux travaux du Forum de la stabilité financière sur la crise du *subprime*. L'objectif de ce document est d'identifier un certain nombre de domaines dans lesquels les régulateurs peuvent contribuer à restaurer la confiance dans le marché.

(32) Disponible sur le site internet de l'AMF, rubrique « Publications > guides > guides professionnels ».
(33) Voir *supra* chapitre 4, page 156.

A – Les échanges d'informations

Les échanges entre l'AMF et la Banque de France concernent de nombreux domaines de l'activité des deux institutions. Les renseignements peuvent faire l'objet d'échanges informels (par exemple, les échanges avec la Commission bancaire relatifs à la désignation et au renouvellement des commissaires aux comptes des établissements de crédit faisant appel public à l'épargne) ou se matérialiser par des accords sous la forme de *memorandum,* conventions, chartes, etc. C'est ainsi qu'ont été signés successivement par l'AMF :

> en 1998, une convention entre la Banque de France et la COB relative aux données individuelles extraites de l'état civil des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), convention en cours d'actualisation ;
> en 2000, un *memorandum* fixant les modalités d'utilisation du Fichier des dirigeants et actionnaires des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (FIDEC) ;
> en 2004, une convention relative aux modalités de gestion du Fichier des démarcheurs[34] (FIDEM) ;
> en 2005, une charte de coopération entre autorités de supervision pour les groupes financiers transsectoriels.

Enfin, une convention est en cours de signature entre le CECEI, la Commission bancaire et l'AMF portant sur des données d'état civil et des données comptables nécessaires à l'AMF pour assurer l'exécution de sa mission de contrôle sur les prestataires de services d'investissement (PSI) et le recouvrement des droits et contributions qui lui sont dus par ces PSI.

B – La coopération locale

Les directeurs régionaux de la Banque de France sont délégués régionaux de l'AMF, en vertu d'une nouvelle convention signée en 2005. À ce titre, ils participent aux missions de l'AMF, dans le cadre des activités que celle-ci peut leur déléguer en matière :

> d'information financière. Le délégué régional est le correspondant de l'AMF pour tout ce qui concerne l'information périodique et permanente des sociétés cotées dans son périmètre d'activité. Il alerte notamment l'AMF en cas de difficultés rencontrées par les sociétés implantées dans sa région. Enfin, il est systématiquement consulté en cas d'introduction en bourse d'une nouvelle société localisée dans la zone géographique couverte par sa délégation ;
> de surveillance des activités de démarchage portant sur des instruments financiers, de conseil en investissements financiers et de la commercialisation des services d'investissement ;
> de surveillance du marché ;
> de recueil des questions et réclamations des investisseurs non professionnels que le délégué régional transmet au Service de la médiation. Le cas échéant, il oriente les investisseurs vers l'administration ou l'organisme compétent lorsque la demande ne relève pas de la compétence de l'AMF.

Plusieurs délégations régionales de la Banque de France disposent d'un centre de documentation ouvert au public qui met à disposition, pour consultation sur place, les publications de l'AMF et, souvent, des informations sur les sociétés cotées.

Par ailleurs, le délégué régional, à la demande du président de l'AMF, représente celui-ci dans les manifestations régionales qui intéressent le marché financier.

Enfin, une réunion annuelle des délégués régionaux permet de faire le point sur l'année écoulée et de les sensibiliser aux évolutions réglementaires importantes. Au cours de cette journée, les délégués régionaux réunis à l'AMF rencontrent les différents responsables des services et font le point sur leur action. Il s'agit, également, de les informer des principales évolutions survenues pendant l'année et des travaux en cours, susceptibles d'avoir un impact sur les activités qu'ils suivent. C'est ainsi que la

(34) https://www.demarcheurs-financiers.fr.

journée des délégués régionaux de 2007 a été consacrée à la démarche de « Meilleure régulation » et à ses conséquences en matière de réglementation, et à la mise en œuvre de la directive MIF dans la réglementation.

C – La collaboration sur la mission de contrôle des prestataires de services d'investissement

L'AMF et la Commission bancaire partagent la responsabilité de la surveillance des prestataires de services d'investissement. Alors que l'AMF se charge de s'assurer du respect des règles professionnelles liées à la prestation de services d'investissement, la mission de la Commission bancaire est principalement de veiller à la sécurité des dépôts du public et plus généralement à celle des banques ; pour que celle-ci soit assurée, il est essentiel que le système bancaire et financier français soit géré de manière rentable et prudente. La Commission bancaire est aussi chargée de veiller au respect, par ses assujettis, de la réglementation relative à la lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme. La Commission bancaire signale à l'AMF tout fait susceptible de contrevenir à la réglementation de l'AMF et réciproquement. Elle se coordonne étroitement avec l'AMF ainsi qu'avec les autres autorités financières, notamment le CECEI chargé de délivrer les agréments aux PSI autres que les sociétés de gestion.

L'AMF peut demander à la Commission bancaire d'effectuer pour son compte les missions de contrôle des prestataires habilités. Le plus souvent, l'équipe chargée par le secrétariat général de la Commission bancaire de l'inspection d'un prestataire de services d'investissement mène simultanément des travaux pour le compte des deux autorités ; l'AMF et la Commission bancaire peuvent également constituer une équipe conjointe.

Présentation des comptes de l'Autorité des marchés financiers pour 2007

1 – Éléments généraux 269

2 – Situation financière de l'établissement 270

3 – Compte de résultat 271

4 – Bilan 275

5 – Annexes aux comptes 278

6 – Présentation des comptes de l'AMF 279

1 – Éléments généraux

A – Cadre juridique relatif à la production des comptes de l'AMF

Le cadre juridique régissant la comptabilité de l'Autorité des marchés financiers (AMF) est précisé par les articles R. 621-10 et suivants du code monétaire et financier aux termes desquels :

> 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'établissement.

B – Présentation des comptes

L'article R. 621-15 du code monétaire et financier indique les modalités de présentation des comptes.

C – Faits saillants de l'exercice 2007

Avec l'année 2007, l'AMF clôture son quatrième exercice qui a notamment été marqué par les faits suivants :

> **Les produits d'exploitation ne couvrent pas les charges d'exploitation.** Il est constaté un effet ciseau dans la mesure où les produits d'exploitation diminuent de 4,4 % alors que les charges d'exploitation progressent de 3,5 %.
  – En matière de produits d'exploitation, à l'inverse des années précédentes, aucun dossier majeur n'a alimenté de façon significative les contributions dues au titre des opérations financières, qui sont en diminution de 29,5 %. En revanche, les produits assis sur les prestataires et produits d'épargne ont globalement progressé de 13,6 %.
  – En ce qui concerne les charges d'exploitation, deux postes augmentent significativement en volume : il s'agit, d'une part, des loyers sur immeubles à la suite de la finalisation des opérations de réorganisation du parc immobilier, d'autre part des charges de personnel (rémunération et charges sociales afférentes).

> **La gestion interne a été marquée par deux dossiers :**
  – le déploiement des infrastructures du plan de continuité d'activité (PCA), qui s'est concrétisé par la sélection et l'équipement en matériel, d'une part, du site de secours informatique et, d'autre part, du site d'hébergement des positions de repli des utilisateurs ;
  – en matière sociale, la souscription de l'AMF à un plan d'épargne retraite collectif interentreprises (PERCO.I).

Le budget global de l'AMF pour l'année 2007, hormis la constatation des amortissements et de la valeur comptable des éléments d'actif cédés, opérations sans incidence sur la trésorerie, a été arrêté par le Collège, sur proposition du secrétaire général, à un montant de 64,19 millions d'euros. Le taux d'exécution du budget 2007 s'est élevé à 89 %.

2 – Situation financière de l'établissement

1 > Résultats de l'exercice 2007

Un bénéfice en forte diminution

Le résultat comptable de l'exercice clos en 2007 s'élève à **0,93 million d'euros.** Ce résultat est en diminution de 5,6 millions d'euros par rapport au précédent exercice (6,53 millions d'euros). Cette baisse s'explique principalement par un **déficit d'exploitation** de 3,30 millions d'euros (+ 1,19 million d'euros en 2006), résultant d'une diminution de 4,4 % des produits d'exploitation et d'une augmentation de 3,5 % des charges d'exploitation par rapport à 2006.

Les résultats financier et exceptionnel, qui s'élèvent respectivement à 2,76 millions d'euros et à 1,47 million d'euros, permettent de compenser le déficit d'exploitation et d'obtenir un résultat comptable bénéficiaire.

Une capacité d'autofinancement en recul de 30 %

La capacité d'autofinancement (CAF) mesure l'excédent de ressources internes dégagé au cours de l'exercice par l'Autorité, qu'elle peut destiner à son autofinancement.

La capacité d'autofinancement s'élève à **4,63 millions d'euros.**

Un apport au fonds de roulement

Les ressources constituées de la CAF, des cessions d'éléments d'actifs et des réductions d'immobilisations financières (remboursements de prêts), d'un montant total de **4,71 millions d'euros,** sont employées en acquisitions d'immobilisations incorporelles (0,40 million d'euros) et corporelles (1,02 million d'euros), en avances et acomptes versés sur immobilisations incorporelles (0,02 million d'euros) et corporelles (0,29 million d'euros), et en immobilisations financières (0,04 million d'euros) pour un total de **1,77 million d'euros** (cf. annexe II).

L'apport au fonds de roulement[1] résultant de la différence entre les ressources et les emplois s'élève à **2,94 millions d'euros**.

2 > La structure financière de l'établissement

Un fonds de roulement positif

Le fonds de roulement (FDR) mesure l'excédent des capitaux permanents sur l'actif net immobilisé ; il s'élève à **78,07 millions d'euros** (75,13 millions d'euros pour 2006).

Le besoin en fonds de roulement (BFR)

Le besoin en fonds de roulement (calculé par la différence constatée entre les postes « créances » et « charges constatées d'avance » avec les postes « dettes » et « produits constatés d'avance ») se chiffre à **- 1,02 million d'euros** (- 3,65 millions d'euros en 2006).

Relation entre la trésorerie (T), le FDR et le BFR

L'égalité suivante est respectée : T = FDR – BFR **[79,09 M€ = 78,07 M€ - (- 1,02 M€)]**

Il ressort de l'analyse de l'équilibre du bilan que l'AMF dispose d'un fonds de roulement positif et a de plus un besoin en fonds de roulement négatif : sa trésorerie est positive. Celle-ci étant placée, l'AMF réalise des produits financiers lui permettant de couvrir ses pertes d'exploitation.

Pour 2008, le Collège de l'AMF a approuvé un budget prévisionnel de 74,33 millions d'euros en dépenses et de 72,44 millions d'euros en recettes qui se traduit, après prise en compte des amortissements, par un apport au fonds de roulement de 1,63 million d'euros.

(1) Apport au fonds de roulement = ressources (4,63 + 0,08) - emplois (0,40 + 1,02 + 0,02 + 0,29 + 0,04) = 2,94 M€.

3 – Compte de résultat

1 > Les produits d'exploitation

Les produits de l'exercice 2007 s'élèvent à **54,87 millions d'euros,** ils sont en baisse de 4,4 % par rapport à 2006.

a) Les produits spécifiques (droits et contributions)

Globalement en baisse de 5 %, ces produits, d'un total de **53,86 millions d'euros,** proviennent :

1 – Pour 17,35 millions d'euros, 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.

Les contributions sur titres de capital enregistrent une baisse de 43,5 % :
> les programmes de rachat passent de 2,81 millions d'euros en 2006 à 0,12 million d'euros en 2007[2] ;
> les fusions, apports, scissions passent de 2,78 millions d'euros en 2006 à 1,61 million d'euros en 2007 ;
> les introductions sur marché réglementé passent de 1,04 million d'euros en 2006 à 0,72 million d'euros en 2007 ;
> les émissions, admissions ou cessions de titres de capital passent de 6,63 millions d'euros en 2006 à 5,02 millions d'euros en 2007.

Les contributions sur offres publiques enregistrent, pour leur part, une baisse de 21 %.

2 – Pour 34,38 millions d'euros (dont 26,45 millions d'euros au titre du service de gestion), des contributions assises sur les prestataires et produits d'épargne qui augmentent de 13,6 %.

3 – Pour 2,13 millions d'euros, de la contribution due par les infrastructures de marché, en hausse de 16,6 %, qui est assise sur le produit d'exploitation de l'année de référence.

La répartition des produits enregistrés en 2007 est la suivante :
> contributions sur les prestataires et produits d'épargne 63,8 %, contre 53,4 % en 2006 ;
> contributions sur opérations financières 32,2 %, contre 43,4 % en 2006 ;
> contributions versées par les infrastructures de marché 4 % contre 3,2 % en 2006.

b) Les produits des activités annexes

Ces produits, d'un montant de **0,92 million d'euros,** comprennent :
> les recettes liées à l'organisation de journées d'étude et de formation (0,74 million d'euros) ;
> les produits de la vente de publications et subvention pour 0,09 million d'euros ;
> la facturation, d'un montant de 0,07 million d'euros, pour la mise à disposition et l'hébergement par l'AMF, pour le compte du *Committee of European Securities Regulators* (CESR), d'une plate-forme d'échanges de fichiers électroniques entre régulateurs membres de ce comité ;
> les produits divers de gestion courante pour 0,02 million d'euros.

c) Les reprises sur charges d'exploitation, sur amortissements et provisions

Elles s'élèvent à 0,09 million d'euros, et comprennent les reprises sur amortissements pour 0,08 million d'euros et la reprise de la provision pour 0,01 million d'euros.

(2) Le rétablissement de la contribution sur l'exécution des programmes de rachat d'actions par la loi de finances rectificative pour 2006 ne produira effet qu'en 2008, au titre des opérations effectuées en 2007.

2 > Les charges d'exploitation

En hausse de 3,5 %, ces charges ont atteint un montant de **58,17 millions d'euros**.
Elles appellent les commentaires suivants.

Les achats de marchandises et achats non stockés de matières et fournitures
D'un montant de **0,85 million d'euros**, ils restent globalement limités au même niveau qu'en 2006.

Les autres achats et charges externes
S'élevant à 20,31 millions d'euros, ils enregistrent une augmentation de 5,4 % qui affecte principalement deux postes :

> les locations (immobilières et mobilières), et les charges locatives. En hausse de 20 % par rapport à 2006, elles s'élèvent à 6,92 millions d'euros. Cette augmentation résulte
- du renouvellement du bail en date du 27 juillet 2007 concernant la location des bureaux situés 17, place de la Bourse ;
- de l'effet en année pleine en 2007 du bail des locaux situés au 4-6, place de la Bourse ;

> les rémunérations d'intermédiaires, honoraires et personnel mis à disposition. Ils enregistrent une baisse de 23,1 % par rapport à 2006, résultant notamment :
- de l'absence des honoraires versés au titre de la cession de l'immeuble en 2006 pour 0,47 million d'euros ;
- de la diminution des honoraires versés au titre des missions de contrôles délégués en baisse de 0,44 million d'euros (42,7 %).

En revanche, les charges payées à la Banque de France pour la mise à disposition de collaborateurs auprès de l'AMF s'élèvent à 1,48 million d'euros, soit une progression de 19,4 %.

> Divers (assurances, frais de missions, réception, subventions...)
Ce poste s'élève à 5,4 millions d'euros. Il enregistre une hausse de 16,3 % qui résulte :
- de prestations informatiques qui augmentent de 93 % (montant 2007 : 1,07 million d'euros pour 0,56 million d'euros en 2006) et qui portent sur des missions d'assistance dans la gestion de projets informatiques ;
- les subventions versées, en hausse de 42 %, en raison principalement du soutien apporté à l'Institut pour l'éducation financière du public (IEFP), qui progresse de 0,22 million d'euros et de la cotisation versée au CESR, en hausse de 0,13 million d'euros.

Les charges de personnel

> Rémunération du personnel
Elles s'élèvent à 20,54 millions d'euros en 2007, soit une augmentation de 5,2 %, qui s'explique par :
- la mise en œuvre de la politique salariale décidée pour 2007 à l'issue de la négociation annuelle obligatoire (1,2 % assorti d'un plancher de 300 euros) ;
- une progression (1,07 %) des effectifs en équivalent temps plein, passant de 337 en 2006 à 340,6[3] en 2007. Le turn-over (nombre des départs sur l'effectif moyen), en hausse de 2 % par rapport à l'année précédente, qui atteint 12,7 % en 2007.

> Charges sociales, de prévoyance et abondement
Ces charges, qui s'élèvent à 8,56 millions d'euros, augmentent de 11,8 % – mécaniquement en raison de la hausse des rémunérations des personnels et par l'effet de deux mesures nouvelles, la hausse de l'abondement de l'intéressement dans le cadre du plan d'épargne entreprise (PEE), qui passe exceptionnellement de 1 000 à 1 700 euros, et la mise en place d'un PERCOI assorti d'un abondement de 300 euros.

(3) Sans prendre en compte les personnels mis à la disposition de l'AMF par la Banque de France (9,23 en 2006 et 11,44 en 2007 en effectif EPT).

L'intéressement des salariés

Il s'établit à 1,09 million d'euros et enregistre, pour la seconde année consécutive, une baisse (- 26,9 % entre 2007 et 2006 et - 15,4 % entre 2006 et 2005). Ces baisses sont directement liées à une diminution des résultats (cf. note n° 3) retracés par les indicateurs de calcul retenus dans les accords d'intéressement conclus en 2004 et 2007.

Impôts, taxes et versements assimilés

Ces impôts, qui atteignent un montant de 3,69 millions d'euros, correspondent en majorité à des taxes assises sur les rémunérations (88 %).

Ce poste enregistre une diminution de 7,2 % en raison du taux retenu concernant la participation des employeurs à l'effort de construction (PEEC) : 0,45 % en 2007 au lieu de 2 % en 2006[4].

Les dotations aux amortissements et aux provisions

> Dotations aux amortissements

Le montant total de la dotation aux amortissements a représenté 2,65 millions d'euros (immobilisations incorporelles pour 1,35 million d'euros et 1,30 million d'euros pour les immobilisations corporelles).

La dotation 2007 diminue de 0,69 million d'euros, principalement pour les motifs suivants :

- la disparition des amortissements relatifs à l'immeuble vendu (0,3 million d'euros en 2006) ;
- les installations et aménagements réalisés en 1998 concernant l'immeuble situé 17, place de la Bourse, désormais totalement amortis depuis la clôture de l'exercice 2006, l'incidence s'élevant à 0,18 million d'euros.

> Dotations aux provisions

Absentes en 2006, ces dotations comprennent :

- des provisions pour litige, pour un montant de 0,22 million d'euros relatives à certains contentieux avec des fournisseurs ;
- des provisions pour dépréciation de créances pour 0,25 million d'euros concernant les débiteurs défaillants (redressement judiciaire, liquidation judiciaire, etc.).

3 > Les produits financiers

En hausse de 47,5 %, ils se sont élevés à **2,76 millions d'euros** et se ventilent comme suit :

> les revenus des valeurs mobilières de placement s'élèvent à 0,22 million d'euros – il s'agit des intérêts perçus suite à la souscription de bons du Trésor. Ils diminuent de 46,6 %, en raison de l'arrivée à échéance des bons du Trésor antérieurement souscrits et à une nouvelle stratégie de placements financiers orientée vers la souscription d'OPCVM monétaires de première catégorie[5] ;

> les produits sur cessions de valeurs mobilières de placement (OPCVM précités) représentent 2,54 millions d'euros. Leur forte progression est liée à l'évolution des taux et à l'augmentation des volumes placés.

(4) Par mesure de prudence, dans l'attente de savoir si l'AMF était assujettie à la PEEC, le taux de 2 %, qui intégrait la pénalité pour non-versement à un organisme collecteur, avait été retenu.

(5) Valeurs émises ou garanties par les États membres de la Communauté européenne ou les autres États parties à l'accord sur l'Espace économique européen, ou en parts et actions d'organismes de placements en valeurs mobilières gérant exclusivement des titres émis ou garantis par les États membres de la Communauté européenne ou les autres États parties à l'accord sur l'Espace économique européen. Ces valeurs sont libellées en euros.

4 > Les produits exceptionnels

Ce poste s'élève à **2,45 millions d'euros**, au lieu de 13,5 millions d'euros en 2006, soit une baisse de 81,8 %. Cette variation de 11,05 millions d'euros s'explique par :

> le produit réalisé lors de la vente en juillet 2006, de l'immeuble sis 9, rue des Filles-Saint-Thomas (13 millions d'euros) ;

> les produits enregistrés en 2007 concernant :

1) la reprise de dotations de provisions devenues sans objet et de charges à payer inemployées :
   - la participation des employeurs à l'effort de construction, provisionnée au taux de 2 % au lieu de 0,45 %, versé aux organismes collecteurs après leur acceptation (0,92 million d'euros),
   - la provision concernant le Fonds national d'aide au logement (0,14 million d'euros) ;
   - une retraite chapeau devenue sans objet (0,35 million d'euros) ;
   - des provisions relatives aux taxes foncières concernant l'immeuble vendu, désormais prescrites pour 0,16 million d'euros ;
   - des charges à payer inemployées sur l'exercice 2006, pour un montant de 0,24 million d'euros ;
2) des produits sur exercices antérieurs, pour 0,43 million d'euros ;
3) le remboursement par l'assurance d'un sinistre incendie pour 0,14 million d'euros.

5 > Les charges exceptionnelles

Ce poste s'élève à **0,98 million d'euros** au lieu de 10,03 millions d'euros en 2006. Cette variation résulte de la valeur comptable de l'immeuble cédé en 2006 qui ressortait à 9,81 millions d'euros. Cette précision apportée, les charges exceptionnelles 2007 se ventilent comme suit :

> **opération de gestion de l'exercice**

Pour un montant de 0,31 million d'euros, il s'agit d'annulation de titres de recette sur exercices antérieurs à 2007.

Les opérations de vérification d'inventaire physique portant sur les immobilisations corporelles et incorporelles et leur rapprochement avec l'inventaire comptable ont eu une incidence sur les deux postes suivants ;

> **la valeur comptable des éléments d'actif cédés**

Elle concerne des immobilisations informatiques, pour une valeur nette comptable de 0,15 million d'euros (immobilisations incorporelles) et 0,05 million d'euros (immobilisations corporelles) – il s'agissait notamment des biens obsolètes non utilisés par l'AMF et qui ont fait l'objet d'une sortie d'inventaire ;

> **dotations aux amortissements et aux provisions**

Par ailleurs, compte tenu du fait que le montant cumulé des dotations aux amortissements est inférieur aux écritures passées, le montant des amortissements exceptionnels s'élève à 0,48 million d'euros.

4 – Bilan

Actif

Immobilisations incorporelles : 2,44 millions d'euros

La diminution de 31,2 % constatée, résulte :

> de l'acquisition, au cours de l'exercice 2004, pour un montant de 3,7 millions d'euros, d'applications informatiques amortissables sur une durée de cinq ans et dont la valeur nette diminue mécaniquement ;

> de la diminution du montant des acquisitions réalisées au cours des exercices 2005, 2006 et 2007 ; le montant cumulé de ces investissements sur les trois exercices s'élevant à 1,6 million d'euros ;

> des travaux d'inventaire qui ont abouti à sortir 274 immobilisations incorporelles obsolètes dont la valeur était quasiment amortie (0,15 million d'euros).

Les avances et acomptes versés sur immobilisations incorporelles s'élèvent à 0,38 million d'euros.

Immobilisations corporelles : 5,67 millions d'euros

Ce poste enregistre une diminution de 6,8 %, qui s'explique notamment par :

> la diminution du montant des investissements réalisés en 2007 (1,31 million d'euros) par rapport à celui réalisé en 2006 (1,86 million d'euros) ;

> la fin de la période d'amortissement des travaux d'agencement et d'installation réalisés en 1998 lors de l'aménagement du siège social de la COB sis au 17, place de la Bourse à Paris ;

> des travaux d'inventaire qui ont eu pour conséquences de sortir de l'actif 661 immobilisations corporelles obsolètes.

Les avances et acomptes versés en 2007 sur immobilisations corporelles s'élèvent à 0,29 million d'euros et concernent la mise en œuvre du plan de secours et sécurité informatique.

Immobilisations financières : 0,06 million d'euros

Le poste retrace les prêts au personnel pour 0,03 million d'euros et les dépôts et cautions versés pour 0,03 million d'euros.

Créances d'exploitation : 7,94 millions d'euros

Le poste clients et comptes rattachés enregistre une progression de 27,9 %. Il se décompose comme suit :

> 3,73 millions d'euros de titres de recettes pris en charge dans les écritures de l'agent comptable dans le courant du mois de décembre 2007 et qui, de ce fait, n'ont pu être encaissés avant la clôture de l'exercice ;

> 2,01 millions d'euros de titres de recettes pris en charge en 2007, non soldés ;

> 0,91 million d'euros de titres de recettes antérieurs à 2007, non soldés ;

> 1,29 million d'euros de produits à recevoir (produits non encore facturés).

Créances diverses : 0,14 million d'euros

Ce poste comprend les créances non liées aux contributions (facturation à la Commission de surveillance des organismes de placement collectif en valeurs mobilières de Monaco pour ses contrôles, du coût de la mise à disposition du personnel de l'AMF, produit net des ventes du rapport annuel et des revues mensuelles réalisées par la Documentation française, etc.).

Valeurs mobilières de placement : 78,25 millions d'euros

Le montant des placements reste stable. Les bons du Trésor venus à échéance ont été réinvestis en OPCVM monétaire de première catégorie[6].

Disponibilités : 0,84 million d'euros

Ce poste regroupe les chèques bancaires remis à l'encaissement, les soldes des comptes bancaires et la caisse.

Charges constatées d'avance : 1,61 million d'euros

Le montant des charges constatées d'avance correspond pour 97 % aux loyers du 1er trimestre 2008 payés à terme à échoir.

Passif

Réserves

Après affectation du résultat, les réserves s'établissent à **85,78 millions d'euros** enregistrant une hausse de 1,1 % par rapport à l'exercice 2006.

> Réserves avant affectation : 84 852 815,62 euros.
> Résultat net comptable : 925 364,66 euros.
> Réserves après affectation : 85 778 180,28 euros.

Provisions pour risques : 0,46 million d'euros

Ce poste retrace les provisions constituées dans le cadre de litiges qui opposent l'AMF à quelques fournisseurs.

Dettes d'exploitation : 8,74 millions d'euros

> Dettes fournisseurs et comptes rattachés : ce poste qui est en progression de 16,6 %, correspond aux factures des fournisseurs non parvenues à l'AMF à la date de clôture de l'exercice pour un montant total de 3,31 millions d'euros (2,83 millions d'euros en 2006).
> Dettes fiscales et sociales ; ce poste, d'un montant de 5,43 millions d'euros, est en baisse de 26,9 % (7,43 millions d'euros en 2006). Il comprend :

1) l'intéressement, pour 1,09 million d'euros en 2007 au lieu de 1,49 million d'euros en 2006 ;
2) le montant dû au titre des taxes assises sur les rémunérations (PEEC et FNAL), pour un montant de 0,59 million d'euros. Ce poste diminue de 1,34 million d'euros par rapport à 2006. Cette diminution résulte principalement de la reprise de charges à payer portant sur les années 2004 à 2006 et devenues sans objet en 2007 ;
3) les provisions pour congés payés, d'un montant de 2,35 millions d'euros, restent stable (2,42 millions d'euros en 2006) ;
4) les autres dettes sociales, d'un montant de 1,40 million d'euros, diminuent de 0,18 million d'euros par rapport à 2007, compte tenu d'une retraite chapeau devenue sans objet.

(6) Valeurs émises ou garanties par les États membres de la Communauté européenne ou les autres États parties à l'accord sur l'Espace économique européen, ou en parts et actions d'organismes de placements en valeurs mobilières gérant exclusivement des titres émis ou garantis par les États membres de la Communauté européenne ou les autres États parties à l'accord sur l'Espace économique européen. Ces valeurs sont libellées en euros.

Dettes sur immobilisations : 1,31 million d'euros

Elles correspondent :

> pour 1,27 million d'euros à des factures d'immobilisations non parvenues à la date de clôture de l'exercice. L'augmentation de ce poste porte principalement sur des immobilisations informatiques livrées ;

> aux retenues de garanties d'un montant de 0,04 million d'euros.

Autres dettes : 0,66 million d'euros

Ce poste comprend pour l'essentiel les comptes d'attente pour 0,40 million.

5 – Annexes aux comptes

Note n° 1

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 miniserveurs ;
  – 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.

Note n° 2

Les valeurs mobilières de placement sont valorisées au prix du marché à la clôture de l'exercice 2007.

Note n° 3

En application de l'article 55 du décret n° 2003-1109 du 21 novembre 2003, l'AMF a mis en place un accord d'intéressement des personnels, fondé sur un système de mesure de l'activité de ses trois principaux domaines d'intervention (information et opérations financières, contrôles et enquêtes, prestataires de service d'investissement et produits d'épargne). Le montant de l'intéressement varie en fonction de ces indicateurs, dans la limite de 10 % de la masse salariale.

Note n° 4

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 « charges constatées d'avance » retrace le montant des loyers du premier trimestre 2008 (paiement terme à échoir).

Note n° 5

Les engagements de paiements futurs concernent :

> les baux immobiliers pour 37,7 millions d'euros relatifs aux deux immeubles occupés par l'AMF et situés l'un 17, place de la Bourse et l'autre 4-6, place de la Bourse ;
> 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 2007 s'est élevé à 0,16 million d'euros.

6 – Présentation des comptes de l'AMF

Les charges de personnel

> rémunérations et charges sociales, intéressement
> impôts et taxes sur rémunérations
> coût du personnel Banque de France détaché à l'AMF

Les autres charges

> documentation, flux financiers, honoraires, assurances
> frais de missions et réceptions, frais postaux, formation
> autres impôts, subventions, colloques et séminaires
> charges financières et exceptionnelles

Les charges des immeubles

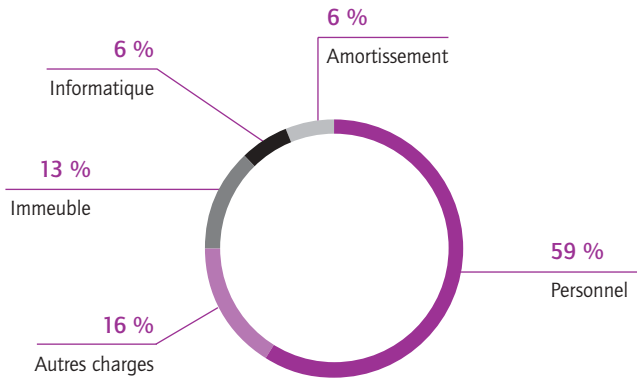
> loyers et charges locatives, fluides (eau, gaz et électricité)
> maintenance, accueil et sûreté des immeubles

Les charges d'informatique

> locations, maintenances des matériels et logiciels informatiques
> consommables informatiques, maintenance évolutive

Répartition des charges par nature

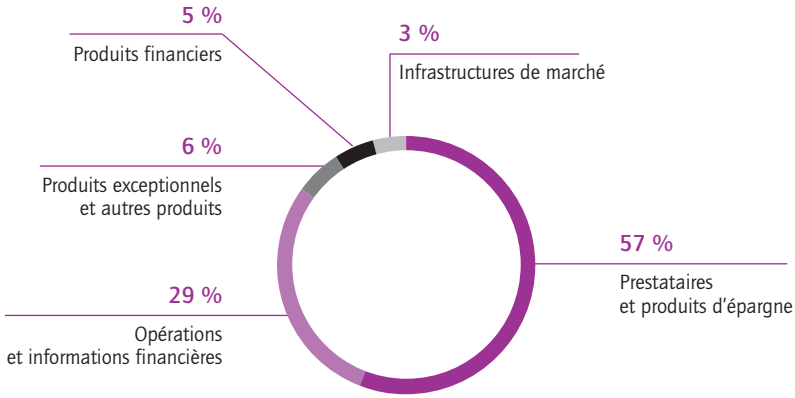
En millions d'euros		
Personnel	34 932 080	59,1 %
Autres charges	9 603 434	16,2 %
Immeuble	7 971 484	13,5 %
Informatique	3 260 061	5,5 %
Amortissements	3 386 987	5,7 %
Total	**59 154 046**	**100,0 %**



Source : AMF

Répartition des produits par nature

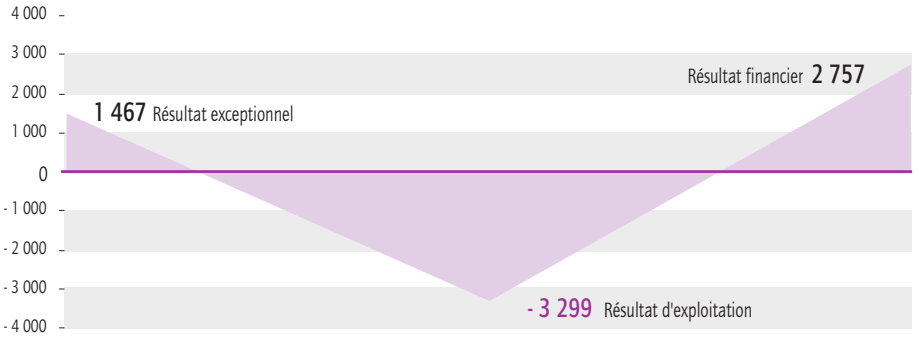
En millions d'euros		
Prestataires et produits d'épargne	34 378 623	57,2 %
Opérations et informations financières	17 352 256	28,9 %
Produits exceptionnels et autres produits	3 464 890	5,8 %
Produits financiers	2 757 205	4,6 %
Infrastructures de marché	2 126 437	3,5 %
Total	**60 079 410**	**100,0 %**



Source : AMF

Répartition du résultat de l'exercice

En millions d'euros		
Résultat d'exploitation	- 3 298 627	44 %
Résultat exceptionnel	1 466 799	37 %
Résultat financier	2 757 193	19 %
Total	**925 365**	**100,0 %**



Source : AMF

Bilan de l'AMF au 31 décembre 2007

Actif

	Exercice 2007			Exercice 2006
	BRUT	Amortissements Provisions	NET	NET
ACTIF IMMOBILISÉ				
Immobilisations incorporelles	**8 186 372,81**	**5 748 299,98**	**2 438 072,83**	**3 541 870,64**
Brevets, licences, logiciels	7 799 286,19	5 748 299,98	2 050 986,21	3 171 572,02
Avances et acomptes versés	387 086,62	0,00	387 086,62	370 298,62
Immobilisations corporelles	**14 953 891,64**	**9 279 503,68**	**5 674 387,96**	**6 086 842,98**
Installations techniques, matériel et outillage industriels	331 278,59	250 219,76	81 058,83	120 145,90
Autres immobilisations corporelles	14 334 375,39	9 029 283,92	5 305 091,47	5 966 697,08
Avances et acomptes versés	288 237,66	0,00	288 237,66	
Immobilisations financières	**63 096,96**	**0,00**	**63 096,96**	**94 777,96**
Prêts (au personnel)	30 593,00	0,00	30 593,00	62 274,00
Dépôts et cautionnements versés	32 503,96	0,00	32 503,96	32 503,96
Total 1	**23 203 361,41**	**15 027 803,66**	**8 175 557,75**	**9 723 491,58**
ACTIF CIRCULANT				
Créances d'exploitation				
Créance clients et comptes rattachés	8 204 433,83	264 404,45	7 940 029,38	6 207 549,77
Créances diverses	**137 723,53**	**0,00**	**137 723,53**	**133 540,39**
Valeurs mobilières de placement (note n° 2)				
SICAV	78 253 674,62	0,00	78 253 674,62	60 080 883,88
Bons du Trésor	0,00	0,00	0,00	18 000 000,00
Disponibilités	**836 102,25**	**0,00**	**836 102,25**	**701 288,02**
Total 2	**87 431 934,23**	**264 404,45**	**87 167 529,78**	**85 123 262,06**
Charges constatées d'avance **Total 3** (note n° 4)	1 611 577,33	0,00	1 611 577,33	1 398 263,66
Total général (1 + 2 + 3)	**112 246 872,97**	**15 292 208,11**	**96 954 664,86**	**96 245 017,30**

Passif

	Exercice 2007 Avant affectation	Exercice 2006 Avant affectation
CAPITAUX PROPRES		
Réserves	84 852 815,62	78 319 708,57
Résultat de l'exercice	925 364,66	6 533 107,05
Total 1	**85 778 180,28**	**84 852 815,62**
PROVISIONS		
Provisions pour risques	466 730,19	0,00
Total 2	**466 730,19**	**0,00**
DETTES		
Dettes d'exploitation		
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	3 305 735,41	2 834 394,92
Dettes fiscales et sociales	5 431 980,93	7 426 843,00
Dettes sur immobilisations	1 307 458,01	288 378,17
Autres dettes	664 580,04	623 895,57
Produits constatés d'avance	0,00	218 690,02
Total 3	10 709 754,39	11 392 201,68
Total général (1 + 2 + 3)	**96 954 664,86**	**96 245 017,30**

Compte de résultat de l'AMF

	Exercice 2007	Exercice 2006
Produits d'exploitation		
Produits spécifiques (contributions) :	53 857 315,50	56 677 591,23
Contributions sur opérations et informations financières	17 352 256,00	24 603 879,00
Contributions des prestataires sur produits d'épargne	34 378 622,50	30 250 598,23
Contributions sur infrastructures de marché	2 126 437,00	1 823 114,00
Produits des activités annexes (travaux, ventes de publications, bases de données, colloques, subvention...)	919 551,15	714 579,87
Reprise sur amortissements et provisions	94 939,01	0,00
Total 1	**54 871 805,66**	**57 392 171,10**
Charges d'exploitation		
Achats de marchandises (publications)	173 693,26	117 153,83
Variation de stocks (marchandises)	0,00	97 134,08
Achats non stockés de matières et fournitures	673 876,90	722 183,50
Autres charges externes, dont :	20 312 873,84	19 270 472,00
Locations (immobilières et mobilières), charges locatives	6 917 610,62	5 762 544,77
Travaux d'entretien et de réparation, maintenance des logiciels	2 735 586,13	2 704 414,47
Documentation, flux financiers, colloques et séminaires	2 228 974,83	2 218 080,40
Rémunération d'intermédiaires, honoraires et personnel mis à disposition	3 026 206,65	3 937 453,06
Divers (assurances, frais de missions, réceptions, subventions, frais postaux, formation...)	5 404 495,61	4 647 979,30
Impôts, taxes et versements assimilés	3 689 685,14	3 977 828,41
Rémunérations du personnel	20 546 136,62	19 534 987,58
Charges sociales, de prévoyance, abondement et divers	8 558 305,73	7 656 388,01
Intéressement des salariés (note n° 3)	1 085 490,04	1 485 212,43
Dotation aux amortissements et aux provisions (note n° 1)	3 130 370,77	3 338 317,59
Total 2	**58 170 432,30**	**56 199 677,43**

1 – RÉSULTAT D'EXPLOITATION (I - II)	- 3 298 626,64	1 192 493,67
Produits financiers (III)	**2 757 205,36**	**1 869 636,01**
Revenus des valeurs mobilières de placement (intérêts)	218 290,02	408 719,01
Produit net sur cessions de valeurs mobilières de placement, différences de change	2 538 915,34	1 460 917,00
Charges financières (IV)	**12,75**	**57,60**
2 – RÉSULTAT FINANCIER (III - IV)	2 757 192,61	1 869 578,41
3 – RÉSULTAT COURANT (I - II + III - IV)	-541 434,03	3 062 072,08
Produits exceptionnels (V)	**2 450 399,35**	**13 498 288,46**
Charges exceptionnelles (VI) :	**983 600,66**	**10 027 253,49**
Sur opérations de gestion de l'exercice	306 442,23	213 964,00
Valeur comptable des éléments d'actif cédés	199 955,21	9 813 289,49
Dotations aux amortissements et aux provisions	477 203,22	0,00
4 – RÉSULTAT EXCEPTIONNEL (V - VI)	1 466 798,69	3 471 034,97
Total des produits (I + III + V)	**60 079 410,37**	**72 760 095,57**
Total des charges (II + IV + VI)	**59 154 045,71**	**66 226 988,52**
Déficit (-) ou excédent	925 364,66	6 533 107,05

Annexe 1

La coopération internationale

A – Accord de reconnaissance AMF-CFTC

B – Liste des marchés reconnus

C – Liste des marchés réglementés des membres de l'Espace économique européen

D – Liste des accords et conventions signés par l'AMF avec ses homologues étrangers

E – Protocole d'accord mutilatéral

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

La continuité des engagements internationaux de la COB est prévue par les dispositions transitoires de la loi de sécurité financière n° 2003-706 du 1er août 2003. Ceux-ci sont donc pleinement repris par l'AMF.

A – Accord de reconnaissance AMF-CFTC

Cet accord de reconnaissance porte sur les contrats à terme et d'options sur contrats à terme français commercialisables aux États-Unis.

Contrat d'option sur contrat à terme ferme

Cac 40 *index futures contract*
Dow Jones Stoxx 50 index futures contract
Dow Jones Euro Stoxx 50 index futures contract

MATIF options et contrats à terme sur matières premières

Contrat à terme sur le maïs, option sur le contrat à terme sur le maïs
Contrat à terme sur le colza, option sur le contrat à terme sur le colza
Contrat à terme sur l'huile de colza, option sur le contrat à terme sur l'huile de colza
Contrat à terme sur le blé de meunerie, option sur le contrat à terme sur le blé de meunerie

Note : la présente liste de contrats est également disponible sur le site de la CFTC (http://www.cftc.gov/dea/deadcioforeignfuturesandoptions.htm).
Elle ne mentionne individuellement que les contrats ayant fait l'objet d'une autorisation spécifique. Elle ne reprend pas l'ensemble des contrats pouvant bénéficier d'une commercialisation aux États-Unis sans autorisation préalable (ex. : options et contrats à terme sur matières premières du MATIF).
Par ailleurs, sont également commercialisables aux États-Unis, mais sous la supervision de la *Securities and Exchange Commission* (SEC), les options sur indice CAC 40.

B – Liste des marchés reconnus

Cette liste est fixée par arrêté du ministre de l'Économie, des Finances et de l'Emploi en application des articles L. 422-1 et L. 423-1 du code monétaire et financier (hors marchés réglementés). En 2007, Alternext Amsterdam a été reconnu par arrêté du 28 février.

Marché	Date de de recon-naissance	Année de création	Principaux biens échangés	Remarques
Canada, Québec				
– Bourse de Montréal Inc.	31/01/2006	1874	Produits dérivés sur action, indice et taux d'intérêt	www.m-x.ca
États-Unis(1)				
– Amex Commodities Corporation, New York (ACC)	20/09/1991	1985	Tous les contrats négociés sur ce marché sont dormants. L'ACC n'est pas opérationnel actuellement.	www.amex.com
– Cantor Financial Futures Exchange (CX)	11/10/1999	1998	Bons du Trésor américain	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
– Chicago Board of Trade, Chicago (CBOT)	20/09/1991	1848	Céréales, bons du Trésor américain, produits de taux et indices de marchés. Bétail, produits frais, indices de marché, produits de taux, devises. .	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. www.cbot.com
– Chicago Mercantile Exchange, Chicago (CME)		1919		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
– Groupe CME CBOT		2006		La fusion des deux a créé le premier marché de dérivés mondial
– Mid America Commodity Exchange, Chicago (MIDAM)	20/09/1991	1868	Soja, blé, et maïs	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.
– Kansas City Board of Trade, Kansas City (KCBT)	20/09/1991	1856	Blé, gaz naturel, et indices de marchés	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
– Minneapolis Grain Exchange, Minneapolis (MGE)	20/09/1991	1881	Céréales	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

(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.

Liste des marchés reconnus *(suite)*

Marché	Date de de recon-naissance	Année de création	Principaux biens échangés	Remarques
New York Board of Trade (NYBOT)				
– Coffee, Sugar and Cocoa Exchange Inc., New York (CSCE)	20/09/1991	1882	Sucre, café et cacao	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
– New York Cotton Exchange, New York (NYCE)	20/09/1991	1870	Coton	
– New York Futures Exchange, New York (NYFE)	20/09/1991	1979	Devises et indices de marché	
Nymex-Comex				
– New York Mercantile Exchange, New York (NYMEX)	20/09/1991	1956	Produits d'énergie	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
– Commodity Exchange Exchange Inc., New York (COMEX)	20/09/1991	1933	Métaux	
– Twin Cities Board of Trade, Minneapolis (TCBT)	20/09/1991	1991	Le TCBT n'est pas actuellement opérationnel. Le seul contrat autorisé a été celui du *cross rate* futur livre britannique/deutsche Mark, dont la négociation n'a jamais eu lieu.	www.tcbt.com
– Philadelphia Board of Trade Inc., Philadelphia (PBOT)	20/09/1991	1986	Devises	Le PBOT est une filiale du Philadelphia Stock Exchange. Aucune transaction n'a eu lieu sur ce marché depuis fin 1999. www.phlx.com
– U.S. Futures Exchange L.L.C.	12/07/2004	2004	Produits du Trésor américain	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.usfe.com

Liste des marchés reconnus *(suite)*

Marché	Date de de recon-naissance	Année de création	Principaux biens échangés	Remarques
Royaume-Uni				
– International Petroleum Exchange (IPE)	20/01/2000	1980	Dérivés sur le marché de l'énergie et des hydrocarbures.	L'IPE est un marché de produits dérivés d'énergie www.theipe.com
– UK Power Exchange (UKPX)	10/10/2001	2000	Dérivés sur le marché de l'électricité.	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. Le groupe comporte cinq marchés, également aux Pays-Bas et en Belgique. www.apxgroup.com
– PULPEX	10/10/2001		Dérivés sur la pâte à papier	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
Singapour				
– Singapore Exchange Derivatives Trading Ltd (SGX-DT)	11/04/2000	1999	Valeurs mobilières et produits dérivés	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
Suisse				
– Bourse suisse	02/04/1999		Valeurs mobilières et produits dérivés	www.swx.com
– Eurex Zurich AG	25/11/1999	1998	Produits dérivés	Né de la fusion de la SOFFEX (Swiss Options and Financial Futures Exchange) et de la DTB (Deutsche Terminbörse) www.eurexchange.com

C – Liste des marchés réglementés des pays membres de l'Espace économique européen

Pays	Dénomination du marché réglementé	Entité en charge de la gestion	Autorité compétente pour la reconnaissance et la surveillance du marché
Allemagne			Börsenaufsichtsbehörden der Länder (Autorités de surveillance boursière des Länder) & Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BAFin). Autorités publiques.
	1. Börse Berlin-Bremen (Amtlicher Handel, Geregelter Markt)	1. Berliner Börse AG	1. Senatsverwaltung für Wirtschaft und Technologie, Berlin
	2. Düsseldorfer Börse (Amtlicher Handel, Geregelter Markt)	2. Börse Düsseldorf AG	2. Finanzministerium des Landes Nordrhein-Westfalen, Düsseldorf
	3. Frankfurter Wertpapierbörse (Amtlicher Markt, Geregelter Markt)	3. Deutsche Börse AG	3 & 4. Hessisches Ministerium für Wirtschaft, Verkehr und Landesentwicklung, Wisebaden.
	4. EUREX Deutschland	4. EUREX Frankfurt AG	
	5. Hanseatische Wertpapierbörse Hamburg (Amtlicher Markt, Geregelter Markt, Startup market)	5. BÖAG (Börsen AG)	5. Freie und Hansestadt Hamburg, Wirtschaftbehörde
	6. Niedersächsische Börse zu Hannover (Amtlicher Markt, Geregelter Markt)	6. BÖAG (Börsen AG)	6. Niedersächsisches Ministerium für Wirtschaft, Technologie und Verkehr, Hanover
	7. Börse München (Amtlicher Markt, Geregelter Markt)	7. Bayerische Börse AG	7. Bayerisches Staatsministerium für Wirtschaft, Verkehrund Technologie, München
	8. Baden-Württembergische Wertpapierbörse (Amtlicher Markt, Geregelter Markt)	8. Börse-Stuttgart AG	8. Wirtschaftsministerium Baden-Württemberg, Stuttgart
	9. Risk Management Exchange Hannover	9. RMX Hannover	9. Niedersächsiches Ministerium für Wirtschaft, Arbeit und Verkehr, Hannover
	10. European Energy Exchange	10. European Energy Exchange AG, Leipzig	10. Sächsiches Staatsministerium für Wirtschaft und Arbeit, Dresden
Autriche	1. Amtlicher Handel (marché officiel) 2. Geregelter Freiverkehr (marché semi-officiel)	Wiener Börse AG (1-2)	Finanzmarktaufsichtsbehörde (Autorité des marchés financiers)
Belgique	1. Bourse de valeurs mobilières de Bruxelles (Euronext Brussels) : – marché « Eurolist by Euronext » – marché « Trading Facility » – marché des instruments dérivés	1. Euronext Brussels SA	1. Ministre des Finances sur avis de la Commission bancaire, financière et des assurances (CBFA) ; Autorité de marché : CBFA
	2. 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
Bulgarie	Marché réglementé Marché non réglementé	Bourse bulgare (Sofia JSCo)	Commission de surveillance financière
Chypre	Cyprus Stock Exchange	Cyprus Stock Exchange	Cyprus Securities & Exchange Authority (Autorité boursière de Chypre)

Liste des marchés réglementés *(suite)*

Pays	Dénomination du marché réglementé	Entité en charge de la gestion	Autorité compétente pour la reconnaissance et la surveillance du marché
Danemark	1. Københavns Fondsbørs – Marché des actions – Marché des obligations – Marchés des instruments dérivés		
	2. XtraMarket – marché autorisé pour les parts non cotées de fonds de placement (OPCVM) et d'associations à but déterminé	1.-2. Copenhagen Stock Exchange Ltd.	Finanstilsynet (Autorité danoise de surveillance financière)
	3. Dansk Autoriseret Markedsplads A/S (Danish Authorised Market Place Ltd. [DAMP]) (marché autorisé = opérations sur valeurs mobilières admises à la négociation, mais pas à la cote)	3. Danish Authorised Market Place Ltd. (DAMP)	
Espagne	A. Bolsas de Valores (toutes ces Bourses comprennent un premier marché, un second marché et un nouveau marché)		
	1. Bolsa de Valores de Barcelona	A1. Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Barcelona S.A.	
	2. Bolsa de Valores de Bilbao	A2. Soc. Rectora de la Bolsa de Valores de Bilbao S.A.	
	3. Bolsa de Valores de Madrid	A3. Soc. Rectora de la Bolsa de Valores de Madrid S.A.	
	4. Bolsa de valores de Valencia	A4. Soc. Rectora de la Bolsa de Valores de Valencia. S.A.	
	B. Mercados oficiales de Productos Financieros Derivados		Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV (Commission nationale du marché des valeurs)
	1. MEFF Renta Fija	B1. Soc. Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Fija S.A.	
	2. MEFF Renta Variable	B2. Soc. Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Variable S.A.	
	C. Mercado MFAO de Futuros del Aceite de Oliva	C. (MFAO) Soc. Rectora del Mercado de Futuros del Aceite de Oliva, S.A.	
	D. AIAF Mercado de Renta Fija	D. AIAF Mercado de Renta Fija	
	E. Mercado de Deuda Pública en Anotaciones	E. Banco de España	La Banque d'Espagne est compétente pour le marché de la dette publique.
Estonie	1. Väärtpaberibörs (Bourse) – Põhinimekiri (premier marché) – Investorinimekiri (marché des investisseurs) – Võlakirjade nimekiri (marché des obligations) – Fondiosakute nimekri (marché des parts de fonds de placement) 2. Reguleeritud turg (marché réglementé) – Vabaturg (marché libre)	AS Tallinna Börs (Bourse de Tallinn S.A.)	Finantsinspektsioon (Autorité estonienne de surveillance financière)
Finlande	Arvopaperipörssi (Bourse) – Päälista (marché principal des actions et obligations) – Pre-lista ja ML-markkina (marchés parallèles, prémarché et marché de courtage pour actions et obligations)	Helsingin Pörssi Oy (Bourse d'Helsinki)	Reconnaissance : ministère des Finances Surveillance : – Approbation des règles, ministère des Finances ; – Contrôle de leur respect, Rahoitustarkastus (Autorité finlandaise de surveillance financière)

Liste des marchés réglementés *(suite)*

Pays	Dénomination du marché réglementé	Entité en charge de la gestion	Autorité compétente pour la reconnaissance et la surveillance du marché
France	1. Eurolist by Euronext 2. MATIF 3. MONEP	Euronext Paris (1-3)	Proposition de l'Autorité des marchés financiers (AMF) Reconnaissance par le ministre chargé de l'Économie (cf. article L.421-1 du code monétaire et financier)
Grèce	1. Bourse d'Athènes (entité gestionnaire) – marché des valeurs mobilières – marché des instruments dérivés	1. Athens Stock Exchange (Bourse d'Athènes)	Capital Market Commission (Commission des marchés de capitaux)
	2. Marché secondaire des valeurs mobilières électroniques (marché obligataire HDAT)	2. Banque de Grèce	2. Commission de surveillance et de contrôle des négociants primaires
Hongrie	Budapesti Értéktózsde Zrt. (Budapest Stock Exchange) – Részvényszekció (marché des actions) – Hitelpapír Szekció (marchés des obligations) – Származékos Szekció (marché des instruments financiers) – Aru szekcio (marché des matières premières)	Budapesti Értékt zsde Zrt.	Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete (Autorité hongroise de surveillance financière)
Irlande	Irish Stock Exchange	Irish Stock Exchange Ltd. (Bourse irlandaise)	L'autorité irlandaise de régulation des services financiers (Irish Financial Services Regulatory Authority) agrée les marchés réglementés (à l'exception des conditions d'admission à la cote) et vérifie et approuve les règles de fonctionnement élaborées par l'ISE.
Islande	1. Verðbréfaþing Íslands hf. (Kauphöll Íslands – marché officiel) 2. Tilboðsmarkaður VÞÍ (marché réglementé OTC – pas de cote officielle)	1.-2. Kauphöll Íslands	Fjármála-eftirlitið (Autorité de surveillance financière)
Italie	1. Marché électronique des actions (Mercato Telematico azionario) (MTA) – STAR segmento dell'MTA – MTF segmento dell'MTA – MTA International segmento dell'MTA 2. Marché électronique des instruments dérivés de titres (Mercato Telematico dei Instruments) dérivés titrisés (SeDeX) 3. Marché électronique des obligations (Mercato Telematico delle Obbligazioni) (MOT) – DomesticMOT segmento del MOT – EuroMOT segmento del MOT 4. Marché MTAX 5. Marchés après Bourse : TAH et TAHX 6. Mercato Expandi 7. Marché des instruments dérivés (Mercato degli strumenti derivati IDEM per la negoziazione degli strumenti finanziari previsti dall'art. 1, comma 2, lettere f) e i) del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58	1.-7. Borsa Italiana S.p.A.	La CONSOB agrée les sociétés qui gèrent les marchés et approuve leurs statuts et leurs règles. Pour les marchés de gros des titres publics, l'entité gestionnaire est agréée par le Ministère de l'Économie et des Finances, sur avis de la CONSOB et de la Banca d'Italia.

Liste des marchés réglementés *(suite)*

Pays	Dénomination du marché réglementé	Entité en charge de la gestion	Autorité compétente pour la reconnaissance et la surveillance du marché
Italie *(suite)*	8. Marché de gros pour les titres publics (MTS)		
	9. Marché BONDVISION pour la négociation de gros des titres publics par internet	(8 à 10) Società per il Mercato dei Titoli di Stato – MTS s.p.a.	
	10. Marché de gros pour les obligations des sociétés et des organisations internationales		
	11. TLX	(11) TLX s.p.a.	
Lettonie	Bourse de Riga	JSC Rigas Fondu Birza	Commission du marché financier et des capitaux
Lituanie	1. Premier marché de la Bourse de Vilnius	Bourse de Vilnius	Commission lituanienne des valeurs mobilières
	2. Second marché de la Bourse de Vilnius		
	3. Marché des obligations de la Bourse de Vilnius		
Luxembourg	Bourse de Luxembourg : marché officiel	Société de la Bourse de Luxembourg S.A.	Commission de surveillance du secteur financier
Malte	Malta Stock Exchange	Malta Stock Exchange (Bourse de Malte)	Malta Financial Services Authority (Autorité maltaise des services financiers)
Pays-Bas	1. Marché au comptant Euronext Amsterdam – Eurolist Amsterdam	Euronext N.V. et Euronext Amsterdam N.V.	Reconnaissance par le ministre des Finances, sur avis de l'Autorité néerlandaise des marchés financiers.
	2. Marché des instruments dérivés d'Euronext Amsterdam		Supervision par l'Autorité néerlandaise des marchés financiers et le ministère des Finances.
Pologne	1. Rynek podstawowy (premier marché)	1.-2. Gielda Papierów Wartoÿciowych Warszawie (Bourse de Varsovie)	Komisja Nadzoru Finansowego (Commission de surveillance financière)
	2. Rynek równolegly (marché parallèle)		
	3. MTS-CTO Market (marché réglementé hors Bourse)	3. MTS-CeTO S.A.	
Portugal	1. Euronext by Euronext Lisbon (marché officiel)	Markets 1.-2. Euronext Lisbon Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados S.A.	Le Ministère des Finances agrée les marchés sur proposition de la Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (Commission du marché des valeurs mobilières), chargée de la réglementation et de la surveillance des marchés.
	2. Mercado de Futuros e Opções (marché des contrats à terme et des options)		
	3. MEDIP – Mercado Especial de Dívida Pública (marché special de la dette publique)	Market 3. MTS Portugal Sociedade Gestora Mercado Especial Dívida Pública SA	
République slovaque	1. Marché des valeurs mobilières Premier marché Marché parallèle Nouveau marché	Bourse de Bratislava	Banque nationale de Slovaquie
	2. Marché libre		

Liste des marchés réglementés *(suite)*

Pays	Dénomination du marché réglementé	Entité en charge de la gestion	Autorité compétente pour la reconnaissance et la surveillance du marché
République tchèque	1. Premier marché (Hlavni Trh) 2. Second marché (Vedlejsi trh) 3. Marché libre (Volny trh)	1.- 3. Bourse de Prague	La Czech Securities Commission agrée les gestionnaires de marchés réglementés.
	4. Segment « marché officiel » du système des marchés réglementés	4. Gestionnaire des marchés réglementés	Les gestionnaires sont tenus de contrôler et d'évaluer les négociations sur le marché ainsi organisé.
Roumanie	1. Marché au comptant réglementé BVB	1. Bourse de Bucarest	Commission nationale roumaine des valeurs mobilières.
	2. Marché réglementé des instruments derivés BMFMS	2. Marché monétaire, financier et des matières premières – Sibiu S.A.	
Royaume-Uni	1. Domestic Market	Markets 1.-6. London Stock Exchange Ltd.	Les entités qui gèrent les marchés réglementés sont des *investment exchanges* reconnues au sens de l'article 285 du *Financial Services and Markets Act* 2000, et sont réglementées par la Financial Services Authority (FSA).
	2. Gilt Edged and Fixed Interest Market		
	3. International Retail Service (marché réglementé)		
	4. International Order Book (marché réglementé)		
	5. International Bulletin Board (marché réglementé – carnet d'ordres uniquement)		
	6. Dutch Trading Service (marché réglementé – cahier d'ordres seulement)		
	7. London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE)	7. LIFFE Administration and Management	
	8. Regulated Market Segment for SMI Securities	8.-9. Virt-x Exchange Limited	
	9. Regulated Market Segment for pan-European securities		
	10. EDX	10. EDX London Limited	
Slovénie	1. Borzni trg (marché officiel) 2. Prosti trg (marché libre) 3. Trg uradnih vzdrÿevalcev likvidnosti drÿavnih vrdnostnih papirjev (market for official state secruties market makers)	Ljubljana Stock Exchange (Ljubljanska borza)	Securities Markets Agency (Agencija za trg vrednostnih papirjev)
Suède	1. Stockholmsbörsen	1. Stockholmsbörsen Aktiebolag	Finansinspektionen (Autorité de surveillance financière)
	2. Nordic Growth Market	2. Nordic Growth Market NGM – Aktiebolag	
	3. Aktietorget	3. Aktietorget Aktiebolag	
Suède	Oslo Stock Exchange – marché des actions – marché des instruments financiers – marché des obligations	Oslo Børs ASA	Kredittilsynet (Autorité norvégienne de surveillance financière)

Source : présentation annotée des marchés réglementés et dispositions nationales mettant en œuvre les exigences de la DSI (directive 93/22/CEE du Conseil) (2007/C 38/07) JOUE 22/2/2007

D – Liste des accords et conventions signés par l'AMF avec ses homologues étrangers

	Date de signature	Commission signataire	Type d'accord	Date de publi. BM COB et RM AMF	Date de publi. JO
1	14/12/1989	COB – Securities and Exchange Commission des États-Unis	Accord d'assistance mutuelle	BM n° 231 décembre 1989	-
2	06/06/1990	COB – Commodity Futures Trading Commission des États-Unis	Accord d'assistance mutuelle	BM n° 237 juin 1990	-
3	31/01/1992	COB – Commission des valeurs mobilières du Québec	Accord de coopération et d'échange d'informations	BM n° 255 février 1992	-
4	31/01/1992	COB – Ontario Securities Commission	Accord de coopération et d'échange d'informations	BM n° 255 février 1992	-
5	06/10/1992	COB – British Colombia Securities Commission	Accord de coopération et d'échange d'informations	BM n° 262 octobre 1992	-
6	23/10/1992	COB – Comisión Nacional de Valores du Mexique	Accord de coopération et d'assistance technique	BM n° 263 novembre 1992	-
7	24/05/1993	COB – Comisión Nacional de Valores d'Argentine	Accord de coopération et d'assistance technique	BM n° 269 mai 1993	-
8	26/07/1993	COB – Commission bancaire et financière de Belgique	Accord administratif d'échange d'informations	BM n° 271 juillet-août 1993	-
9	27/09/1993	COB – Comisión Nacional del Mercado de Valores d'Espagne	Accord administratif d'échange d'informations	BM n° 272 septembre 1993	-
10	27/01/1994	COB – Commissione Nazionale per le Societá e la Borsa d'Italie	Accord administratif d'échange d'informations	BM n° 277 février 1994	-
11	14/06/1994	COB – Securities and Futures Commission de Hong Kong	Accord d'échange d'informations	BM n° 281 juin 1994	-
12	14/03/1995	COB – Australian Securities Commission	Accord administratif d'échange d'informations	BM n° 289 mars 1995	-
13	19/04/1996	COB – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários du Portugal	Accord administratif d'échange d'informations	BM n° 301 avril 1996	-
14	10/09/1996	COB – Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel d'Allemagne	Convention portant accord d'échange d'informations	BM n° 305 août-septembre 1996	JO du 08/10/96
15	04/07/1997	COB – Conseil du marché financier de Tunisie	Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 315 juillet-août 1997	JO du 29/07/97
16	10/10/1997	COB – Comissão de Valores Mobiliários du Brésil	Convention d'échange d'informations	BM n° 317 octobre 1997	JO du 22/11/97
17	04/03/1998	COB – China Securities Regulatory Commission de la République populaire de Chine	Convention de coopération en matière de régulation des marchés d'instruments financiers	BM n° 322 mars 1998	JO du 22/04/98
18	09/04/1998	COB – Conseil déontologique des valeurs mobilières du Maroc	Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 323 avril 1998	JO du 14/08/98
19	27/05/1998	COB – Superintendencia de Valores y Seguros du Chili	Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 324 mai 1998	JO du 14/08/98
20	24/06/1998	COB – Autorité de surveillance bancaire et financière de Hongrie	Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 325 juin 1998	JO du 14/08/98

Liste des accords et conventions signés *(suite)*

	Date de signature	Commission signataire	Type d'accord	Date de publi. revues...	Date de publi. JO
21	26/01/1999	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)	Convention multilatérale d'échange d'informations et de surveillance des activités financières	BM n° 333 mars 1999	JO du 16/04/98
22	26 /03/1999	COB – Commission fédérale des banques suisses	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
23	24/05/1999	COB – Komisja Papierow Wartosciwych i Gieldd de Pologne	Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 336 juin 1999	JO du 25/07/99
24	13/09/1999	COB – Securities Commission de Malaisie	Convention d'échange d'informations	BM n° 338 septembre 1999	JO du 06/10/99
25	04/10/1999	COB – Conseil régional de l'épargne publique et des marchés financiers de l'Union monétaire Ouest-africaine	Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 339 octobre 1999	JO du 14/11/99
26	23/11/1999	COB – Monetary Authority of Singapore	Convention d'échange d'informations	BM n° 340 novembre 1999	JO du 31/12/99
27	07/12/1999	COB – Komise Pro Cenné Papiry de République tchèque	Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 341 décembre 1999	JO du 11/01/00
28	18/05/2000	COB – Capital Markets Board de Turquie	Convention d'échange d'informations	BM n° 346 mai 2000	JO du 21/06/00
29	09/10/2000	COB – Lithuanian Securities Commission	Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 350 octobre 2000	JP du 04/11/00
30	19/10/2000	COB – Financial Services Board d'Afrique du Sud	Convention d'échange d'informations	BM n° 350 octobre 2000	JO du 01/12/00
31	25/01/2001	COB – Commission d'organisation et de surveillance des opérations	Convention de coopération et d'échange d'informations de Bourse d'Algérie	BM n° 353 janvier 2001	JO du 15/03/01
32	30/11/2001	COB – Jersey Financial Services Commission	Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 363 décembre 2001	JO du 13/01/02
33	08/03/2002	COB – Commission de contrôle de la gestion de portefeuilles et activités boursières assimilées de la Principauté de Monaco	Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 366 mars 2002	JO du 08/09/02
34	30/04/2002	COB – Financial Supervisory Commission de Corée du Sud	Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 368 mai 2002	JO du 17/09/02

Liste des accords et conventions signés *(suite)*

	Date de signature	Commission signataire	Type d'accord	Date de publi. revues...	Date de publi. JO
35	06/09/2002	COB – Capital Market Authority d'Égypte	Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 371 septembre 2002	JO du 05/10/02
36	16/06/2003	COB – Guernsey Financial Services Commission	Convention de coopération et d'échange d'informations	BM n° 380 juin 2003	JO du 25/07/03
37	07/04/2006	AMF – Israel Securities Authority	Convention de coopération et d'échange d'informations	-	-
38	11/12/2006	AMF – China Securities Regulatory Commission	Lettre de coopération visant à renforcer les échanges techniques	RM n° 32 janvier 2007	-
39	05/01/2007	Collège des régulateurs d'Euronext (incluant l'AMF) – Securities and Exchange Commission	Accord portant sur la consultation, la coopération et l'échange d'informations concernant la supervision des marchés	RM n° 33 février 2007	-

E – Protocole d'accord multilatéral
(Multilateral Memorandum of Understanding) de l'OICV sur la consultation, la coopération et l'échange d'informations

Liste des signataires

Financial Services Board (FSB), **Afrique du Sud**
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungaufsicht (BAFin), **Allemagne**
Australian Securities and Investments Commission (ASIC), **Australie**
Commission bancaire, financière et des assurances, **Belgique**
Bermuda Monetary Authority, **Bermudes**
Alberta Securities Commission (SC), **Canada/Alberta**
British Columbia Securities Commission (BCSC), **Canada/Colombie-Britannique**
Ontario Securities Commission (OSC), **Canada/Ontario**
China Securities Regulatory Commission, **Chine**
Denmark Financial Supervisory Authority (Finanstilsynet), **Danemark**
Dubai Financial Services Authority (DFSA), **Émirats Arabes Unis**
Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), **Espagne**
Commodity Futures Trading Commission (CFTC), **États-Unis d'Amérique**
Securities and Exchange Commission (SEC), **États-Unis d'Amérique**
Financial Supervision Authority, **Finlande**
Autorité des marchés financiers, **France**
Capital Market Commission (CMC), **Grèce**
Securities and Futures Commission, **Hong Kong**
Hungarian Financial Supervisory Authority, **Hongrie**
Financial Supervision Commission, **île de Man**

Financial Services Commission of the British Virgin Islands, **îles Vierges britanniques**
Securities and Exchange Board of India (SEBI), **Inde**
Israel Securities Authority (ISA), **Israël**
Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, **Italie**
Jersey Financial Services Commission (FSC), **Jersey**
Lithuanian Securities Commission, **Lituanie**
Commission de surveillance du secteur financier du Luxembourg, **Luxembourg**
Securities Commission of Malaysia, **Malaisie**
Malta Financial Services Authority (MFSA), **Malte**
Conseil déontologique des valeurs mobilières (CDVM), **Maroc**
Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), **Mexique**
Securities and Exchange Commission of Nigeria (NSEC), **Nigeria**
Kredittilsynet, **Norvège**
The Securities Commission of New Zealand (SC), **Nouvelle-Zélande**
The Netherlands Authority for the Financial Markets (AFM), **Pays-Bas**
Polish Securities and Exchange Commission (PSEC), **Pologne**
Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), **Portugal**
Autorité des marchés financiers, **Québec**
Monetary Authority of Singapore, **Singapour**
The National Bank of Slovakia, **République slovaque**
Czech National Bank, **République tchèque**
Financial Services Authority (FSA), **Royaume-Uni**
Securities and Exchange Commission, **Sri Lanka**
Capital Markets Board (CMB), **Turquie**

Liste des signataires de l'annexe B des autorités s'engageant à obtenir les pouvoirs nécessaires pour devenir pleinement signataires

The Austrian Financial Market Authority, **Autriche**
Financial Supervision Commission (FSC), **Bulgarie**
Superintendencia de Valores y Seguros, **Chili**
Securities and Exchange Commission, Cyprus, **Chypre**
Financial Supervisory Commission / Financial Supervisory Service (FSC/FSS), **Corée**
Superintendencia General de Valores de Costa Rica, **Costa Rica**
Securities & Exchange Commission of Ghana, **Ghana**
The Indonesian Capital Market Supervisory Agency (BAPEPAM), **Indonésie**
Comisión Nacional de Valores, **Panama**
Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores, **Pérou**
Securities and Exchange Commission (SEC), **Philippines**
Swiss Federal Banking Commission, **Suisse**
Financial Supervisory Commission of Chinese Taipei, **Taiwan**
Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC), **Thaïlande**
Conseil du marché financier, **Tunisie**

Annexe 2

L'information des investisseurs

A – Les visas accordés sur les opérations financières

B – Les enregistrements et les dépôts

C – L'information périodique

D – L'information permanente

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

A – Les visas accordés sur les opérations financières

Tableau 1 **Visas par type d'opérations**

	2006	2007	Variation 2006/2007
I – Visas sur opérations financières	**361**	**321**	**– 40**
> **Introduction d'une société sur un marché réglementé (Eurolist)**	**34**	**13**	**– 21**
> **Admission d'une société sur un marché organisé (Alternext)**	**41**	**25**	**– 16**
> **Titres de capital**	**85**	**109**	**24**
Constitutions de sociétés par appel public à l'épargne	1	0	– 1
Fusions, apports, scissions	0	0	0
Émissions et admissions sur un marché réglementé	41	41	0
Émissions par appel public à l'épargne	10	26	16
– dont inscriptions sur le Marché libre par émission	*1*	*1*	*0*
Cessions par appel public à l'épargne	4	2	– 2
– dont inscriptions sur le Marché libre par cession	*0*	*1*	*1*
Admissions de titres déjà émis	7	7	0
Opérations réservées aux salariés	17	25	8
– émissions réservées	*1*	*4*	*3*
– offres d'acquisition en Bourse de titres déjà émis	*16*	*21*	*5*
Attributions gratuites de bons	5	8	3
> **Titres de créance donnant accès au capital**	**11**	**22**	**11**
Émissions et admissions sur un marché réglementé	11	22	11
Émissions par appel public à l'épargne	0	0	0
Cessions par appel public à l'épargne	0	0	0
Admissions de titres déjà émis	0	0	0
> **Titres de créance**	**130**	**83**	**– 47**
Émissions et admissions sur un marché réglementé	24	27	3
Émissions/cessions sans admission	0	0	0
Admissions de titres déjà émis	91	39	– 52
– dont obligations foncières	*3*	*5*	*2*
– dont bons d'option	*15*	*12*	*– 3*
Programmes d'émission EMTN, bons d'option et certificats	15	17	2
> **Offres publiques** (1)	**60**	**69**	**9**
OPA (offres publiques d'achat)	33	49	16
OPE (offres publiques d'échange)	2	3	1
OPA/OPE (offres publiques mixtes)	3	3	0
OP rachat (offres publiques de rachat)	2	2	0
OPR et OPR-RO (offres publiques de retrait, de retrait suivies d'un retrait obligatoire)	20	11	– 9
Offres de vente à prix ferme	0	0	0
Offres publiques d'achat sur titres de créance	0	1	1
Offres publiques d'échange sur titres de créance	0	0	0

(1) Les 69 visas délivrés en 2007 sur les offres publiques incluent une offre publique d'acquisition sur titres de créances (visa 07-0347 Alstom) ainsi que la surenchère déposée par Camelia Participations sur Prosodie (visa 07-0045).

Tableau 1

	2006	2007	Variation 2006/2007
II – Autres visas (hors visas annulés)	**92**	**125**	**33**
Rachat de titres	0	0	0
Notes d'opération préliminaires	0	0	0
Autres visas spécifiques	79	110	31
– dont notes en réponse à offres publiques	*9*	*55*	*46*
Visas annulés	35	42	7
Autres directions AMF	13	15	2
TOTAL des visas délivrés sur l'année (hors visas annulés)	**453**	**446**	**– 7**

Source : AMF

B – Les enregistrements et les dépôts

Tableau 2 **Documents E, documents de base d'introduction et documents de référence**

	2006	2007	Variation 2006/2007
> **Documents E**	**26**	**27**	**1**
Fusions	10	12	2
Apports	16	15	– 1
Autres	0	0	0
> **Documents d'introduction**	**62**	**29**	**– 33**
Documents de base d'introduction	62	29	– 33
> **Documents de référence**(1)	**359**	**368**	**9**
Sociétés cotées	342	350	8
Émetteurs de titres de créance	17	18	1
TOTAL	**447**	**424**	**– 23**

Source : AMF

(1) Documents de référence en contrôle *a priori* enregistrés en 2007 et documents de référence en contrôle *a posteriori* déposés en 2007.

Tableau 3 **Documents de référence – liste des émetteurs**

	Dates	
A NOVO	29/01/07	*
ACCESS COMMERCE	31/05/07	*
ACCOR	03/04/07	*
ACTEOS	31/05/07	*
AEDIAN	16/10/07	*
AÉROPORTS DE PARIS	27/04/07	
AFFINE	29/06/07	*
AFONE	13/11/07	*
AGENCE FRANÇAISE DE DÉVELOPPEMENT	10/05/07	*
AIR FRANCE-KLM	22/06/07	*
AKKA TECHNOLOGIES	12/07/07	
ALCATEL LUCENT	06/04/07	*
ALDETA	06/07/07	*
ALSTOM	30/05/07	*
ALTAMIR AMBOISE	27/04/07	*
ALTAREA	07/06/07	
ALTEN	14/06/07	*
ALTI	25/05/07	*
ALTRAN TECHNOLOGIES	07/06/07	*
ANF	10/08/07	

* *A posteriori*

Tableau 3

	Dates	
APRIL GROUP	14/03/07	*
ARCHOS	02/05/07	
AREVA	27/04/07	*
ARKEMA	21/05/07	
ARKOPHARMA	29/03/07	*
ARTPRICE.COM	09/03/07	
ASSURANCES GÉNÉRALES DE FRANCE	26/02/07	*
ASSYSTEM	24/04/07	*
ATOS ORIGIN	06/04/07	*
AUBAY	27/04/07	*
AUDIKA	04/05/07	*
AUFEMININ.COM	28/05/07	*
AUREA	09/07/07	
AUSY	06/04/07	*
AVENIR TÉLÉCOM	25/07/07	*
AXA	20/04/07	*
BANQUE FÉDÉRALE DES BANQUES POPULAIRES	25/04/07	*
BANQUE FÉDÉRATIVE DU CRÉDIT MUTUEL	13/11/07	
BARBARA BUI	11/05/07	*
BASTIDE LE CONFORT MÉDICAL	06/02/07	*
BIC	04/04/07	*
BIOALLIANCE PHARMA	06/04/07	
BIOMÉRIEUX	24/05/07	
BLEECKER	25/05/07	
BNP-PARIBAS	07/03/07	*
BOIRON	06/04/07	*
BOIZEL CHANOINE CHAMPAGNE	24/05/07	
BOLLORÉ	03/05/07	*
BONDUELLE	25/01/07	
BOURBON	16/05/07	*
BOURSE DIRECT	10/07/07	*
BOURSORAMA	19/04/07	*
BOUYGUES	10/04/07	*
BUFFALO GRILL	11/04/07	*
BULL	20/04/07	*
BUSINESS & DÉCISION	03/08/07	*
BUSINESS INTERACTIF	05/06/07	*
BUSINESS OBJECTS	06/04/07	*
CAFOM	28/03/07	
CAISSE DE REFINANCEMENT DE L'HABITAT	06/02/07	*
CAISSE DES DÉPÔTS ET CONSIGNATIONS - CDC	14/09/07	
CAISSE NATIONALE DES CAISSES D'ÉPARGNE ET DE PRÉVOYANCE	24/04/07	*
CALYON	01/06/07	
CAP GEMINI	16/04/07	*
CAPELLI	19/09/07	
CARREFOUR	24/04/07	*

* *A posteriori*

Tableau 3

	Dates	
CARRÈRE GROUP	13/06/07	*
CASINO GUICHARD-PERRACHON	16/05/07	*
CAST	06/06/07	*
CEGEDIM	23/04/07	*
CEGID GROUP	24/05/07	*
CEREP	31/05/07	*
CFF RECYCLING	13/06/07	
CIMENTS FRANÇAIS	10/04/07	*
CLARINS	17/04/07	*
CLUB MÉDITERRANÉE	14/02/07	*
CNP ASSURANCES	15/05/07	*
COFITEM-COFIMUR	21/03/07	*
COHERIS	11/06/07	*
COMPAGNIE DE FINANCEMENT FONCIER	09/05/07	*
COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN	29/03/07	*
COMPAGNIE DES ALPES	30/01/07	*
COMPAGNIE GÉNÉRALE DE GÉOPHYSIQUE – VERITAS	07/05/07	*
COMPAGNIE GÉNÉRALE DES ÉTABLISSEMENTS MICHELIN	02/03/07	*
COMPAGNIE LA LUCETTE	28/03/07	*
COMPAGNIE LEBON	16/03/07	*
CRÉDIT AGRICOLE SA	22/03/07	*
CRÉDIT COOPÉRATIF	03/12/07	
CRÉDIT DU NORD	03/05/07	*
CRÉDIT FONCIER DE FRANCE	09/05/07	*
CRÉDIT INDUSTRIEL ET COMMERCIAL	04/05/07	*
CS COMMUNICATION & SYSTÈMES	15/06/07	
CYBERDECK	03/08/07	*
CYBERNETIX	10/10/07	
DALET	31/07/07	*
DALET	30/03/07	*
DANE-ELEC MEMORY	07/11/07	*
DASSAULT SYSTÈMES	28/05/07	*
DELACHAUX SA	17/01/07	
DERICHEBOURG	12/04/07	*
DEVEAUX	24/05/07	
DEVOTEAM	11/04/07	*
DEXIA CREDIT LOCAL	03/04/07	*
DMS - DIAGNOSTIC MÉDICAL SYSTEMS	28/06/07	*
DOCKS LYONNAIS	29/11/07	
DOLLFUS MIEG ET CIE	24/04/07	*
DUC	21/06/07	*
ECA	12/06/07	
EDF ÉNERGIES NOUVELLES	16/05/07	
EGIDE	06/06/07	*
EGTN	22/06/07	
EIFFAGE	03/04/07	*

* *A posteriori*

Tableau 3

	Dates	
ÉLECTRICITÉ DE FRANCE	19/04/07	
ENTREPOSE CONTRACTING	07/06/07	
ERAMET	20/07/07	*
ESI GROUP	06/09/07	*
ESKER	31/05/07	*
ESSILOR INTERNATIONAL	28/03/07	*
EULER HERMÈS	20/04/07	*
EURAZEO	12/04/07	*
EURO DISNEY SCA	28/11/07	*
EURO DISNEY SCA	13/02/07	
EURO RESSOURCES SA	18/06/07	
EUROFINS SCIENTIFIC	22/03/07	*
EUROMÉDIS GROUPE	22/06/07	
EUROSIC	28/03/07	*
EUTELSAT COMMUNICATIONS	08/11/07	
EVIALIS	15/05/07	*
EXEL INDUSTRIES	24/01/07	*
F.MARC DE LACHARRIÈRE (FIMALAC)	16/01/07	*
FAURECIA	24/04/07	*
FERMIÈRE DU CASINO MUNICIPAL DE CANNES	12/04/07	*
FINUCHEM	01/06/07	*
FONCIA GROUPE	18/04/07	*
FONCIÈRE ATLAND	25/06/07	
FONCIÈRE DES MURS	22/05/07	
FONCIÈRE DES RÉGIONS	20/04/07	*
FONCIÈRE DÉVELOPPEMENT LOGEMENTS	31/07/07	
FONCIÈRE EUROPE LOGISTIQUE	05/11/07	
FONCIÈRE MASSÉNA	15/06/07	
FRANCE TÉLÉCOM	30/03/07	*
FROMAGERIES BEL	28/08/07	
GAMELOFT	06/06/07	*
GAUMONT	01/06/07	*
GAZ DE FRANCE	27/04/07	
GECI INTERNATIONAL	26/06/07	
GECINA	30/05/07	*
GÉNÉRALE DE SANTÉ	26/04/07	*
GENERIX	24/08/07	*
GENESYS	05/06/07	*
GEODIS	05/04/07	*
GFI INFORMATIQUE	24/04/07	*
GINGER	22/08/07	*
GL EVENTS	17/04/07	*
GL TRADE	23/05/07	*
GROUPAMA SA	08/06/07	
GROUPE ARES	30/07/07	*
GROUPE BANQUE POPULAIRE	25/04/07	*

* *A posteriori*

Tableau 3

	Dates	
GROUPE CRIT	07/06/07	*
GROUPE DANONE	27/03/07	*
GROUPE FLO	06/04/07	*
GROUPE GO SPORT	03/05/07	*
GROUPE NORBERT DENTRESSANGLE	21/12/07	
GROUPE OPEN	25/06/07	*
GROUPE PARTOUCHE	03/04/07	*
GROUPE SILICOMP	10/05/07	*
GROUPE VIAL	11/09/07	
GUERBET	06/04/07	*
GUILLEMOT CORPORATION	03/05/07	*
GUY DEGRENNE	23/11/07	*
HAVAS	07/05/07	*
HERMÈS INTERNATIONAL	25/04/07	
HF COMPANY	27/04/07	*
HIGH CO.	27/04/07	*
HI-MEDIA	29/03/07	*
HOLOGRAM INDUSTRIES	25/04/07	*
HSBC FRANCE	10/05/07	*
HUBWOO.COM	01/08/07	*
ICADE	04/04/07	
ICADE FONCIÈRE DES PIMONTS	21/03/07	*
IDI	15/05/07	*
IEC PROFESSIONNEL MÉDIA	01/08/07	*
ILIAD	22/05/07	*
ILOG	09/10/07	*
IMERYS	29/03/07	*
IMMOBILIÈRE DASSAULT SA	14/06/07	
IMS INTERNATIONAL METAL SERVICE	23/03/07	*
IMV TECHNOLOGIES	14/03/07	*
INFOGRAMES ENTERTAINMENT	31/07/07	*
INFOTEL	31/05/07	*
INFOVISTA	28/09/07	*
INGENICO	19/04/07	*
INNATE PHARMA	19/04/07	
INNELEC MULTIMEDIA	18/04/07	
INTER PARFUMS	05/04/07	*
INTERCALL	28/06/07	*
INTERNATIONALE DE PLANTATIONS D'HÉVÉAS	26/06/07	
IPBM	27/04/07	
IPSEN SA	23/05/07	
IPSOS	18/04/07	*
ITESOFT	20/03/07	*
IXIS CORPORATE & INVESTMENT BANK	23/04/07	*
JACQUET METALS	25/04/07	*
JC DECAUX SA	04/04/07	*

* *A posteriori*

Tableau 3

	Dates	
JET MULTIMÉDIA	29/03/07	*
KAUFMAN & BROAD SA	30/03/07	*
KLEPIERRE	08/03/07	*
KORIAN	08/08/07	
LACIE SA	25/07/07	*
LAFARGE	23/03/07	*
LAFUMA	14/02/07	*
LAGARDÈRE	03/04/07	*
L'AIR LIQUIDE	13/04/07	*
LATECOÈRE	04/07/07	*
LAURENT-PERRIER	28/06/07	*
LE CARBONE LORRAINE	19/03/07	*
LE PUBLIC SYSTÈME	21/12/07	
LE TANNEUR & CIE	24/04/07	
LEGRAND	20/04/07	
LÉON DE BRUXELLES	09/05/07	*
LES NOUVEAUX CONSTRUCTEURS	27/04/07	
LEXIBOOK	10/10/07	*
LISI	16/04/07	*
L'ORÉAL	29/03/07	*
LVL MÉDICAL GROUPE	20/06/07	*
LVMH MOET-HENNESSY-LOUIS VUITTON	11/04/07	*
M6-MÉTROPOLE TÉLÉVISION	05/04/07	*
MAISONS FRANCE CONFORT	11/05/07	*
MANUTAN INTERNATIONAL	07/03/07	*
MAROC TÉLÉCOM	09/05/07	
MAUREL ET PROM	31/05/07	*
MEETIC	19/06/07	
MEILLEURTAUX.COM	03/07/07	
MEMSCAP	20/06/07	*
MERCIALYS	05/04/07	
METROLOGIC GROUP	12/02/07	*
MICROPOLE-UNIVERS	29/06/07	*
MILLIMAGES	23/01/07	*
MONTAIGNE FASHION GROUP	05/11/07	
MR BRICOLAGE	30/03/07	*
NATIXIS	17/04/07	*
NATUREX	04/05/07	*
NEOPOST	20/04/07	*
NEOVIA ELECTRONICS	09/03/07	
NET2S	29/05/07	*
NETGEM	21/12/07	*
NEUF CEGETEL	14/03/07	
NEURONES	25/05/07	*
NEXANS	30/03/07	*
NEXITY	26/04/07	

* *A posteriori*

Tableau 3

	Dates	
NEXTRADIOTV	15/05/07	
NICOX SA	12/03/07	*
NORTENE	07/09/07	
NRJ GROUP	30/05/07	*
NYSE EURONEXT INC.	06/06/07	
OBERTHUR TECHNOLOGIES	07/06/07	*
OFI PRIVATE EQUITY CAPITAL	15/05/07	
OPÉRA CONSTRUCTION	18/06/07	
ORAPI	03/04/07	
ORGASYNTH	26/09/07	
OSEO BDPME	29/05/07	*
OSIATIS	21/06/07	
OVERLAP GROUPE	31/07/07	*
OXYMÉTAL	24/05/07	*
PAGESJAUNES	27/03/07	
PAREF	24/04/07	
PARROT	27/04/07	
PERNOD-RICARD	18/10/07	*
PEUGEOT SA	23/04/07	*
PHARMAGEST INTERACTIVE	15/06/07	*
PHONE SYSTEMS & NETWORK	14/05/07	*
PIERRE ET VACANCES	31/01/07	*
PONCIN YACHTS	10/10/07	
PPR	28/03/07	*
PRODUITS CHIMIQUES AUXILIAIRES ET DE SYNTHÈSE	11/05/07	*
PROSODIE	11/05/07	*
PROVIMI	18/04/07	*
PUBLICIS GROUPE SA	30/03/07	*
QUANTEL	11/07/07	*
QUOTIUM TECHNOLOGIES	06/07/07	*
RADIALL	18/06/07	
RALLYE	11/05/07	*
RÉMY COINTREAU	03/07/07	*
RENAULT	13/03/07	*
RHODIA	30/03/07	*
RISC GROUP	02/07/07	*
ROCAMAT	10/07/07	
RUBIS	24/04/07	*
RUE DU COMMERCE	25/09/07	
S.I.I.	25/06/07	*
S.T. DUPONT	17/07/07	*
SA LE NOBLE ÂGE	19/06/07	
SAFRAN	27/04/07	*
SAMSE	22/06/07	*
SANOFI-AVENTIS	02/04/07	*
SARTORIUS STEDIM BIOTECH	24/04/07	

* *A posteriori*

Tableau 3

	Dates	
SCHNEIDER ELECTRIC	26/03/07	*
SCOR SE	10/04/07	*
SEB SA	26/03/07	*
SÉCHÉ ENVIRONNEMENT	19/03/07	*
SELCODIS	28/09/07	
SELCODIS	21/03/07	
SELECTIRENTE	20/06/07	
SELOGER.COM	31/05/07	
SEQUANA CAPITAL	13/04/07	*
SIIC DE PARIS	03/05/07	*
SIIC DE PARIS 8e	09/05/07	*
SILIC	26/03/07	*
SIPAREX CROISSANCE	09/05/07	*
SOCIÉTÉ CENTRALE DES BOIS ET SCIERIES DE LA MANCHE	30/10/07	
SOCIÉTÉ CENTRALE DES BOIS ET SCIERIES DE LA MANCHE	15/05/07	
SOCIÉTÉ DE LA TOUR EIFFEL	31/05/07	*
SOCIÉTÉ FONCIÈRE LYONNAISE	27/04/07	*
SOCIÉTÉ FONCIÈRE PARIS ÎLE-DE-FRANCE	08/03/07	
SOCIÉTÉ FRANÇAISE DE CASINOS	15/05/07	*
SOCIÉTÉ GÉNÉRALE	06/03/07	*
SODEXHO ALLIANCE	16/11/07	*
SODIFRANCE	08/06/07	*
SOFIBUS	03/10/07	
SOFT COMPUTING	11/05/07	*
SOGECLAIR	26/04/07	*
SOITEC	03/07/07	*
SOLUCOM	02/07/07	*
SOLVING INTERNATIONAL	11/05/07	
SOPRA GROUP	27/04/07	*
SOREFICO COIFFURE	28/06/07	*
SPERIAN PROTECTION	13/04/07	*
SQLI	24/07/07	*
STALLERGENES	16/05/07	
STERIA	18/04/07	*
SUEZ	04/04/07	*
SWORD GROUP	12/02/07	*
SYLIS	11/04/07	*
SYSTAR	03/12/07	*
SYSTRAN SA	16/05/07	*
TAYNINH	15/05/07	*
TEAMLOG	25/05/07	*
TECHNIP	06/04/07	*
TÉLÉCOM RÉSEAUX SERVICES	31/07/07	*
TELEPERFORMANCE	27/04/07	*
TÉLÉVISION FRANÇAISE 1	23/03/07	*
THALÈS	25/04/07	*

* *A posteriori*

Tableau 3

	Dates	
THEOLIA	17/10/07	
THERMADOR GROUPE	15/02/07	*
THERMOCOMPACT	12/03/07	
THOMSON	24/04/07	*
TOTAL SA	05/04/07	*
TOUAX SCA	11/04/07	*
TOUPARGEL GROUPE	06/04/07	*
TRANSGENE	09/05/07	*
U 10	28/09/07	
UBISOFT ENTERTAINMENT	27/06/07	*
UMANIS	30/07/07	*
UNIBAIL-RODAMCO	13/03/07	*
UNIBEL	21/12/07	
UNION TECHNOLOGIES INFORMATIQUE	19/06/07	
VALEO	29/03/07	*
VALLOUREC	27/04/07	*
VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIES	02/07/07	*
VEOLIA ENVIRONNEMENT	03/04/07	*
VICAT SA	26/04/07	
VILMORIN & CIE	08/11/07	*
VINCI	29/03/07	*
VIVENDI	28/03/07	*
VRANKEN-POMMERY MONOPOLE	30/05/07	*
WAVECOM	11/04/07	*
WENDEL	23/05/07	*
ZUBLIN IMMOBILIÈRE FRANCE	08/06/07	
TOTAL 2007	**368**	
> Documents de référence en contrôle *a priori* enregistrés	**100**	
> Documents de référence en contrôle *a posteriori* déposés	**268**	

* *A posteriori*

Source : AMF

C – L'information périodique

Tableau 4 **Publications comptables des sociétés au BALO par type de comptes**

	À la date limite légale				Régularisations		Nombre de publications comptables non régularisées au 31-12-07*
	Nombre de publications prévues	Non effectuées	% d'absence	Effectuées	15 jours après la date limite	Au-delà de 15 jours	
Publications comptables obligatoires 2007							
(tous exercices confondus)							
Les quatre chiffres d'affaires	2 359	666	28,23 %	1 693	472	63	131
Les comptes semestriels	620	98	15,81 %	522	55	34	9
Les comptes annuels provisoires	622	221	35,53 %	401	117	97	7
Les comptes annuels définitifs	619	139	22,46 %	480	49	46	44
TOTAL	**4 220**	**1 124**	**26,64 %**	**3 096**	**693**	**240**	**191**

* Hors sociétés en liquidation.

Source : AMF

Tableau 5 **Assemblées générales : principales résolutions proposées en 2007 par les sociétés françaises cotées sur Euronext Paris**

Principales résolutions adoptées	Nombre
> **Opérations**	
Rachat par la société de ses propres titres*	472
Émissions de titres *(capital, créance, créance donnant accès au capital)*	377
Émissions réservées de titres *(capital, créance, créance donnant accès au capital)*	436
Attribution gratuite de titres *(capital)***	153
Apports et fusions	67
Autorisations d'émissions en période d'offre publique	10
Émissions de BSA à titre gratuit en cas d'offre publique	30
Émissions d'actions de préférence	1
> **Capital et droit de vote**	
Seuils statutaires en capital	8
Seuils statutaires en droit de vote	8
Droit de vote double	8
Limitation à l'exercice du droit de vote	5
Modification du nominal	33
Réduction du capital	270
Plans d'options	141
Titres 100 % nominatifs	0

> Dividende	
Paiement du dividende en actions	11
Dividende majoré	2
> Autres résolutions	
Poursuite de l'activité	15
Changement des commissaires aux comptes	123
Changement de mode d'administration	16
Modification de l'objet social	17
Modification des dates d'exercice social	17
Changement de dénomination sociale	37
Transfert du siège social	55

* Notamment dans le cadre des programmes de rachat de titres.
** Y compris les autorisations relevant des articles L. 225-197-1 et suivants du code de commerce.

Source : AMF

D – L'information permanente

Tableau 6 **Communiqués des sociétés cotées par voie de presse : comparaison chiffrée sur 2 ans**

	Nombre de communiqués		
	2006	2007	Variation 2006/2007
> Eurolist			
Informations comptables	1226	1319	93
> Type de comptes			
Chiffres d'affaires	543	576	33
Comptes semestriels	331	351	20
Comptes annuels provisoires	343	374	31
Comptes annuels définitifs	9	18	9

Source : AMF

Annexe 3

La gestion de l'épargne et les prestataires

A – Les OPCVM

B – Les sociétés de gestion

C – Les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI)

D – Les sociétés pour le financement du cinéma et de l'audiovisuel (SOFICA)

E – Les sociétés pour le financement de la pêche artisanale (SOFIPÊCHE)

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

A – Les OPCVM

Tableau 1 **Répartition des actifs des OPCVM entre les dépositaires**

	Par quartile au 31/12/2007			
	Répartition de l'actif net déposé		Répartition du nombre d'OPCVM vivants déposés	
	En milliards d'euros	en %	nombre	en %
Premier quartile	1 238	94,1 %	6 810	87 %
Deuxième quartile	63	4,8 %	669	8,5 %
Troisième quartile	13	1,0 %	259	3,3 %
Quatrième quartile	2	0,1 %	95	1,2 %
TOTAL	**1 316**	**100 %**	**7 833**	**100 %**

Nombre de dépositaires au 31/12/07 = 70

Source : AMF

Tableau 2 **Nombre d'OPCVM agréés en 2007** (hors têtes de compartiments)

	Nombre	Encours (en K€)
> **Nombre de SICAV agréées en 2007**	**63**	**1 575,6**
Actions de pays de la zone euro	2	33,8
Actions des pays de la Communauté européenne	6	456,1
Actions françaises	1	4,3
Actions internationales	30	464
OPCVM de fonds alternatifs	5	104,6
Diversifié	13	194,3
Monétaire euro	1	264
Obligations et/ou titres de créances libellés en euros	5	54,5
> **Nombre de FCP agréés en 2007**	**768**	**38 710,4**
Actions internationales	96	2 071,2
OPCVM de fonds alternatifs	39	1 269,5
Diversifié	249	6 301,5
Fonds à formule	168	13 627,0
Monétaire euro	25	9 291,2
Monétaire à vocation internationale	1	2,9
Actions des pays de la Communauté européenne	52	822,6
Actions françaises	17	407,8
Obligations et/ou titres de créances libellés en euros	54	2 710,3
Actions de pays de la zone euro	44	1 050,0
Obligations et/ou titres de créances internationaux	23	1 156,4
> **Nombre de FCPR agréés en 2007**	**58**	**0**
– *dont FIP*	*24*	*0*
– *dont FCPI*	*27*	*0*
> **Nombre de FCIMT agréés en 2007**	**4**	**0**
> **Nombre de FCPE agréés en 2007**	**231**	**1 124,1**
Individualisé	13	10,1
Individualisé de groupe	148	1 017,0
Multientreprise	70	97,0
TOTAL	1 124	41 410,1

Au total 1 157 OPCVM ont été agréés en 2007, dont 33 têtes de compartiments.

Source : AMF

Tableau 3 **Nombre d'OPCVM vivants au 31/12/2007** (par type de produit)

	Procédure	Nombre d'OPCVM
SICAV	Procédure d'agrément	731
FCP	Procédure d'agrément	6 964
FCPR	Procédure d'agrément	113
FCPI	Procédure d'agrément	192
FIP	Procédure d'agrément	71
FCIMT	Procédure d'agrément	27
FCPE multi-entreprise	Procédure d'agrément	823
FCPE individualisé	Procédure d'agrément	706
FCPE individualisé de groupe	Procédure d'agrément	1 304
FCPE (destination non précisée)	Procédure d'agrément	35
SICAVAS	Procédure d'agrément	1
> Sous-total OPCVM agréés		**10 967**
SICAV (allégée)	Procédure déclarative	15
SICAV (contractuelle)	Procédure déclarative	12
dont notée contractuelle	Procédure déclarative	9
dont allégée passée au Prospectus	Procédure déclarative	3
FCP (allégé)	Procédure déclarative	334
FCP (contractuel)	Procédure déclarative	265
– dont noté contractuel	*Procédure déclarative*	*215*
– dont allégé passé au Prospectus	*Procédure déclarative*	*50*
FCPI	Procédure déclarative	1
FCPR	Procédure déclarative	469
> Sous-total OPCVM déclaratifs		**1 096**
TOTAL OPCVM vivants au 31/12/2007		**12 063**

Remarque : les OPCVM têtes de compartiments ne sont pas pris en compte dans ces chiffres.

Source : AMF

Répartition de l'actif net et nombre d'OPCVM hors OPCVM nourriciers au 31/12 de chaque année

Tableau 4-1 **SICAV** (hors SICAV nourricières)

	2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007	
Actif net et nombre d'OPCVM **Encours** *(en milliards d'euros)*	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre
Actions françaises	56,3	128	41,5	122	25	109	26,6	95	17,7	79	17,3	65	12,8	53	9,7	45
Actions des pays de la Communauté européenne					3	14	15,1	68	9,7	62	12,4	54	12,9	45	11,6	45
Actions de pays de la zone euro	15,0	73	18,1	75	13,9	73	17,3	207	7,6	56	8,6	53	9,9	46	12,5	47
Actions internationales	35,7	256	27,3	273	17,6	247	8,2	47	16,0	167	22,3	155	24,8	142	24,8	148
Obligations et/ou titres de créances libellés en euros	46,9	252	44,2	225	38,6	205	35,3	190	27,6	163	26,1	141	22,5	112	21,2	112
Obligations et/ou titres de créances internationaux	10,0	83	10,2	81	8,9	78	8,3	70	8,8	63	8,4	52	8,2	41	6,2	36
Monétaire euro	116,7	192	130,5	174	139,4	157	131,7	139	121,1	118	125,4	107	127,2	84	136,1	81
Monétaire à vocation internationale	0,7	4	0,6	4	0,3	3	0,2	3	0,2	2	0,3	2	0,1	1	0,1	1
Diversifié	44,0	253	38,7	255	27,4	240	28,2	233	23,8	213	23,9	191	25,4	195	24,2	200
Garanti ou assorti d'une protection	0,5	14	0,4	10	0,3	7	0,4	7								
Fonds à formule									0,0	2	0,0	1	0,0	2	0,1	2
OPCVM de fonds alternatifs									0,1	3	0,1	4	0,5	6	0,9	13
TOTAL	**325,8**	**1 255**	**311,5**	**1 219**	**274,4**	**1 133**	**271,3**	**1 059**	**232,7**	**928**	**245**	**825**	**244,3**	**727**	**247,4**	**730**

Source : AMF

Répartition de l'actif net et nombre d'OPCVM hors OPCVM nourriciers au 31/12 de chaque année *(suite)*

Tableau 4-2 **FCP** (hors FCP nourriciers)

	2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007	
Actif net et nombre d'OPCVM Encours *(en milliards d'euros)*	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre
Actions françaises	26,5	374	23,0	366	17,3	342	18,2	287	30,5	253	38,2	232	51,5	228	43,0	206
Actions des pays de la Communauté européenne					1,4	60	15,5	219	17,9	209	30,9	250	44,3	298	41,6	335
Actions de pays de la zone euro	10,2	139	12,7	182	12,1	227	38,8	668	31,2	257	47,3	298	60,7	368	71,1	391
Actions internationales	40,9	588	41,2	687	31,6	706	8,9	172	44,8	629	65,0	662	97,5	788	101,9	830
Obligations et/ou titres de créances libellés en euros	41,3	727	45,1	676	47,7	663	57,9	681	80,8	760	93,7	737	100,0	719	95,5	709
Obligations et/ou titres de créances internationaux	27,7	236	35,6	234	47	239	56,5	237	64,5	232	45,7	238	53,8	238	46,0	244
Monétaire euro	78,8	349	101,3	325	124,2	306	147,7	304	182,3	321	205,0	304	242,3	296	233,6	289
Monétaire à vocation internationale	0,8	15	1,2	18	0,9	20	1	19	0,8	14	1,4	14	2,0	14	1,8	15
Diversifié	155,0	2 528	151,8	2 631	147,4	2 706	170	2 727	185,9	2 729	219,5	2 600	257,2	2 666	263,1	2 689
Garanti ou assorti d'une protection	32,8	702	37,2	744	45,6	802	57,8	891	0,6	36	0,2	13	0,1	8	0,1	7
Fonds à formule									54,6	730	59,6	739	66,1	737	69,9	721
OPCVM de fonds alternatifs									10,0	123	14,7	161	22,6	233	31,6	279
TOTAL	**414,0**	**5 658**	**449,1**	**5 863**	**475,2**	**6 071**	**572,3**	**6 205**	**703,9**	**6 293**	**821,5**	**6 248**	**998**	**6 593**	**999,2**	**6 715**

Source : AMF

Répartition de l'actif net et nombre d'OPCVM hors OPCVM nourriciers au 31/12 de chaque année *(suite)*

Tableau 4-3 **OPCVM** (hors OPCVM nourriciers)

	2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007	
Actif net et nombre d'OPCVM Encours *(en milliards d'euros)*	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre
Actions françaises	82,8	502	64,5	488	42,3	451	44,8	382	48,2	332	55,6	297	64,3	281	52,8	251
Actions des pays de la Communauté européenne					4,4	74	30,6	287	27,6	271	43,4	304	57,1	343	53,2	380
Actions de pays de la zone euro	25,2	212	30,8	257	26	300	56,1	875	38,8	313	56,0	351	70,6	414	83,7	438
Actions internationales	76,6	844	68,5	960	49,1	953	17,1	219	60,8	796	87,3	817	122,4	930	126,7	978
Obligations et/ou titres de créances libellés en euros	88,2	979	89,3	901	86,4	868	93,2	871	108,4	923	119,9	878	122,4	831	116,7	821
Obligations et/ou titres de créances internationaux	37,7	319	45,8	315	56	317	64,8	307	73,3	295	54,1	290	61,9	279	52,2	280
Monétaire euro	195,5	541	231,8	499	263,5	463	279,4	443	303,3	439	330,5	411	369,5	380	369,8	370
Monétaire à vocation internationale	1,5	19	1,8	22	1,2	23	1,2	22	1,0	16	1,8	16	2,1	15	1,8	16
Diversifié	199,0	2 781	190,5	2 886	174,8	2 946	198,2	2 960	209,7	2 942	243,4	2 791	282,6	2 861	287,2	2 889
Garanti ou assorti d'une protection	33,3	716	37,6	754	45,9	809	58,2	898	0,6	36	0,2	13	0,1	8	0,1	7
Fonds à formule									54,7	732	59,6	740	66,1	739	69,9	723
OPCVM de fonds alternatifs									10,0	126	14,8	165	23,0	239	32,5	292
TOTAL	**739,8**	**6 913**	**760,6**	**7 082**	**749,6**	**7 204**	**843,6**	**7 264**	**936,5**	**7 221**	**1 066,4**	**7 073**	**1 242,3**	**7 320**	**1 246,6**	**7 445**

Remarque : les OPCVM têtes de compartiments ne sont pas pris en compte dans ces chiffres.

Source : AMF

Répartition de l'actif net et nombre d'OPCVM y compris les OPCVM nourriciers au 31/12 de chaque année

Tableau 5-1 **SICAV** (y compris SICAV nourricières)

Actif net et nombre d'OPCVM	2006		2007		Variation	Variation
Encours en milliards d'euros	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre
Actions françaises	12,8	53	9,7	45	– 24,5 %	8
Actions des pays de la Communauté européenne	12,9	46	11,7	46	– 9,6 %	0
Actions de pays de la zone euro	10,9	48	13,4	49	22,4 %	– 1
Actions internationales	25,3	145	25,2	151	– 0,3 %	– 6
Obligations et/ou titres de créances libellés en euros	23,3	116	22,7	116	– 2,6 %	0
Obligations et/ou titres de créances internationaux	8,2	41	6,2	36	– 24,0 %	5
Monétaire euro	134,1	103	143,0	97	6,6 %	6
Monétaire à vocation internationale	0,1	1	0,1	1	0,0 %	0
Diversifié	25,4	196	24,2	201	– 4,7 %	– 5
Fonds à formule	0,0	2	0,0	2	0,0 %	0
OPCVM de fonds alternatifs	0,5	6	0,9	13	98,4 %	– 7
TOTAL	**253,5**	**757**	**257,1**	**757**	**1,4 %**	**0**

Source : AMF

Répartition de l'actif net et nombre d'OPCVM y compris les OPCVM nourriciers au 31/12 de chaque année *(suite)*

Tableau 5-2 **FCP** (y compris FCP nourricières)

Actif net et nombre d'OPCVM	2006		2007		Variation	Variation
Encours en milliards d'euros	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre
Actions françaises	53,1	261	44,5	232	– 16,2 %	29
Actions des pays de la Communauté européenne	45,7	313	42,6	351	– 6,7 %	– 38
Actions de pays de la zone euro	67,2	425	77,9	458	15,9 %	– 33
Actions internationales	104,3	883	107,8	930	3,4 %	– 47
Obligations et/ou titres de créances libellés en euros	103,5	792	98,4	780	– 5,0 %	12
Obligations et/ou titres de créances internationaux	55,6	265	47,5	272	– 14,6 %	– 7
Monétaire euro	293,0	489	285,2	464	– 2,7 %	25
Monétaire à vocation internationale	2,0	15	1,8	16	– 12,1 %	– 1
Diversifié	269,8	2 844	276,7	2 871	2,6 %	– 27
Garanti ou assorti d'une protection	0,1	8	0,1	8	0,0 %	0
Fonds à formule	69,4	767	75,1	766	8,2 %	1
OPCVM de fonds alternatifs	26,1	273	36,9	338	41,6 %	– 65
TOTAL	**1 089,8**	**7 335**	**1 094,5**	**7 486**	**0,4 %**	**– 151**

Source : AMF

Répartition de l'actif net et nombre d'OPCVM y compris les OPCVM nourricières au 31/12 de chaque année *(suite)*

Tableau 5-3 **OPCVM** (y compris OPCVM nourriciers)

Actif net et nombre d'OPCVM	2006		**2007**		Variation	Variation
Encours en milliards d'euros	Encours	Nombre	Encours	Nombre	Encours	Nombre
Actions françaises	65,9	314	54,3	277	– 17,7 %	– 37
Actions des pays de la Communauté européenne	58,6	359	54,3	397	– 7,4 %	38
Actions de pays de la zone euro	78,2	473	91,4	507	16,9 %	34
Actions internationales	129,5	1 028	133,1	1 081	2,7 %	53
Obligations et/ou titres de créances libellés en euros	126,8	908	121,1	896	– 4,5 %	– 12
Obligations et/ou titres de créances internationaux	63,8	306	53,7	308	– 15,8 %	2
Monétaire euro	427,1	592	428,1	561	0,2 %	– 31
Monétaire à vocation internationale	2,1	16	1,8	17	– 15,1 %	1
Diversifié	295,2	3 040	300,8	3 072	1,9 %	32
Garanti ou assorti d'une protection	0,1	8	0,1	8	– 25,4 %	0
Fonds à formule	69,4	769	75,1	768	8,2 %	– 1
OPCVM de fonds alternatifs	26,5	279	37,8	351	42,6 %	72
TOTAL	**1 343,4**	**8 092**	**1 351,6**	**8 243**	**0,6 %**	**151**

Source : AMF

Tableau 6 Répartition des encours des OPCVM en fonction de leur classification

En milliards d'euros	2005 Encours	2005 Nombre	2006 Encours	2006 Nombre	2007 Encours	2007 Nombre	Variation des encours en % entre 2006/2007
OPCVM actions	242	1 769	314	1 968	316	2 047	0,62 %
OPCVM obligations	174	1 168	184	1 110	169	1 101	– 8,40 %
OPCVM monétaires	332	427	372	395	372	386	0,01 %
OPCVM diversifiés	243	2 791	283	2 861	287	2 889	1,63 %
Fonds à formule*	60	753	66	747	70	730	5,63 %
OPCVM de fonds alternatifs	15	165	23	239	33	292	41,16 %
TOTAL	**1 066**	**7 073**	**1 242**	**7 320**	**1 247**	**7 445**	**0,35 %**

*La catégorie fonds à formule comprend les OPCVM relevant de l'ancienne classification OPCVM garantis ou assortis d'une garantie.

Source : AMF

Tableau 7 Répartition du nombre de FCIMT et de leur encours par classification ventilée par tranche d'encours

En millions d'euros	> 100 M€	entre 10 et 100 M€	< 100 M€	Total
Nombre de FCIMT en 2007	1	15	11	27
Encours cumulé au 31/12/2007	103,7	359,2	49,3	512,2
Nombre de FCIMT en 2006	1	16	12	29
Encours cumulé au 31/12/2006	132,7	489,8	48,6	671,1
Nombre de FCIMT en 2005	1	15	17	33
Encours cumulé au 31/12/2005	113,1	382,5	46,9	542,5
Nombre de FCIMT en 2004	1	14	21	36
Encours cumulé au 31/12/2004	172,4	485,7	75,3	733,40
Nombre de FCIMT en 2003	3	11	14	28
Encours cumulé au 31/12/2003	485,9	436,0	50,0	971,9
Nombre de FCIMT en 2002	2	11	16	29
Encours cumulé au 31/12/2002	**368,5**	**413,8**	**54,0**	**836,3**

Source : AMF

B – Les sociétés de gestion

Tableau 8 **Liste des sociétés de gestion de portefeuille agréées en 2007**

Type	Nom de la société de gestion de portefeuille	N° d'agrément	Date	Libellé de l'agrément[1]
2	ADYTON	GP 07000036	31/12/07	Gestion immobilière
1	ALIÉNOR CAPITAL	GP 07000009	05/02/07	Instruments financiers y compris instruments financiers à terme + fonds d'investissement non autorisés à la commercialisation en France
2	ALPHAPORT ASSET MANAGEMENT	GP 07000014	26/06/07	OPCVM contractuels
1	AMPLEO GESTION (ex-ALTITUDE ASSET MANAGEMENT)	GP 07000044	02/10/07	Instruments financiers + opérations de couverture
1	AUXENSE GESTION	GP 07000010	23/04/07	Sélection d'OPCVM
2	B PHI CAPITAL	GP 07000024	20/06/07	Instruments financiers y compris instruments financiers à terme (hors mandats)
2	BNP PARIBAS REAL ESTATE INVESTMENT MANAGEMENT	GP 07000031	01/07/07	Instruments financiers y compris instruments financiers à terme + capital investissement + gestion immobilière
2	CAP DÉCISIF MANAGEMENT	GP 07000047	24/09/07	Capital investissement (investisseurs qualifiés)
2	CATHAY CAPITAL PRIVATE EQUITY	GP 07000002	28/02/07	FCPR allégés
1	CERES ASSET MANAGEMENT	GP 07000012	22/02/07	Instruments financiers + opérations de couverture (hors mandats)
2	CILOGER	GP 07000043	10/07/07	Gestion immobilière (hors mandats)
2	CINVEN SA	GP 07000004	13/04/07	FCPR allégés
1	COGITAM	GP 07000021	21/06/07	Instruments financiers y compris instruments financiers à terme + Ariael
2	CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT REAL ESTATE	GP 07000033	26/06/07	Instruments financiers + opérations de couverture + gestion immobilière
2	DAHLIA PARTNERS	GP 07000028	25/07/07	Capital investissement (investisseurs qualifiés)
2	EFIGEST ASSET MANAGEMENT	GP 07000029	12/07/07	Instruments financiers y compris instruments financiers à terme
1	ENTHECA FINANCE	GP 07000052	14/11/07	Instruments financiers y compris instruments financiers à terme
2	EOLFI ASSET MANAGEMENT	GP 07000050	24/10/07	FCPR allégés
2	ERES SAS	GP 07000005	24/01/07	FCPE
2	EURAGONE ASSET MANAGEMENT	GP 07000037	24/09/07	Gestion immobilière
2	FIDÉAS CAPITAL	GP 07000046	22/08/07	Instruments financiers y compris instruments financiers à terme + fonds d'investissement non autorisés à la commercialisation en France + OPCVM contractuels
1	FINANCIÈRE TIEPOLO (ex-MARATHON GESTION)	GP 07000019	27/06/07	Instruments financiers y compris instruments financiers à terme
2	FRANCHISE FINANCE PARTENAIRES	GP 07000017	01/08/07	FCPR allégés
2	GENERALI THALIA INVESTMENTS FRANCE	GP 07000007	08/03/07	OPCVM + fonds d'investissement non autorisés à la commercialisation en France + multigestion alternative + OPCVM contractuels

(1) Remarque : les OPCVM têtes de compartiments ne sont pas pris en compte dans ces chiffres.

Liste des sociétés de gestion de portefeuille agréées en 2007 *(suite)*

Type	Nom de la société de gestion de portefeuille	N° d'agrément	Date	Libellé de l'agrément[1]
1	GESTION 21	GP 07000020	31/07/07	Instruments financiers + opérations de couverture (hors mandats) + OPCVM contractuels
2	IMMOVALOR GESTION	GP 07000035	26/06/07	OPCVM + instruments financiers à terme + gestion immobilière
2	INOCAP	GP 07000051	08/10/07	FCPI
2	JMF INVESTISSEMENT	GP 07000025	27/07/07	FCPR allégés
2	LA BANQUE POSTALE STRUCTURED ASSET MANAGEMENT	GP 07000049	04/10/07	Instruments financiers y compris instruments financiers à terme simples et complexes + OPCVM contractuels
2	LAFFITTE CAPITAL MANAGEMENT	GP 07000048	03/10/07	Ariael (investisseurs qualifiés), (hors mandats)
2	MASSENA CAPITAL PARTNERS	GP 07000011	26/04/07	FCPR allégés + fonds d'investissement non autorisés à la commercialisation en France
1	MERRILL LYNCH INVEST FUNDS SAS	GP 07000015	04/05/07	Instruments financiers y compris instruments financiers à terme + fonds d'investissement non autorisés à la commercialisation en France + dérivés de crédit + OPCVM contractuels
2	MONTAGU PRIVATE EQUITY	GP 07000008	31/01/07	FCPR allégés
2	MONTBLEU FINANCE SAS	GP 07000053	29/10/07	Instruments financiers hors instruments financiers à terme (mandats seulement)
2	NATEXIS ASSET MANAGEMENT IMMOBILIER	GP 07000039	26/06/07	Instruments financiers y compris instruments financiers à terme + gestion immobilière
2	NEF CAPITAL ETHIQUE MANAGEMENT	GP 07000045	01/11/07	FCPR allégés
2	OCEANIÈNNE DE PARTICIPATION ET D'INVESTISSEMENT	GP 07000041	27/07/07	FCPR
2	OFIMMO	GP 07000032	26/06/07	Gestion immobilière
2	ORIUM	GP 07000022	27/04/07	FCPR allégés + couverture du risque de change
2	ORKOS CAPITAL	GP 07000003	31/07/07	Instruments financiers y compris instruments financiers à terme + capital investissement (investisseurs qualifiés)
2	PARVILLA	GP 07000018	01/06/07	FCPR allégés + fonds d'investissement non autorisés à la commercialisation en France
2	PERIAL ASSET MANAGEMENT	GP 07000034	16/07/07	Instruments financiers y compris instruments financiers à terme + gestion immobilière + non coté
2	QUILVEST VENTURES	GP 07000013	17/04/07	FCPR allégés + fonds d'investissement non autorisés à la commercialisation en France
2	SCHELCHER PRINCE PATRIMOINE & INVESTISSEMENTS	GP 07000016	20/07/07	Instruments financiers hors instruments financiers à terme + réception transmission d'ordres
2	SOFIDY	GP 07000042	10/07/07	Gestion immobilière
2	TIKEHAU INVESTMENT MANAGEMENT	GP 07000006	19/01/07	Instruments financiers y compris instruments financiers à terme + dérivés de crédit (fonds d'investissement de droit étranger seulement)
2	TINBERGEN ASSET MANAGEMENT	GP 07000030	16/07/07	Instruments financiers y compris instruments financiers à terme + OPCVM contractuels (investisseurs qualifiés)
2	TISHMAN SPEYER MANAGEMENT OPCI	GP 07000040	06/08/07	OPCI à règles de fonctionnement allégées, à effet de levier (investisseurs qualifiés)
2	TRICOIRE GESTION & ASSOCIÉS	GP 07000001	16/01/07	Sélection d' OPCVM (mandats seulement)

(1) Remarque : les OPCVM têtes de compartiments ne sont pas pris en compte dans ces chiffres.

Liste des sociétés de gestion de portefeuille agréées en 2007 *(suite)*

Type	Nom de la société de gestion de portefeuille	N° d'agrément	Date	Libellé de l'agrément(1)
2	UFG REAL ESTATE MANAGERS	GP 07000038	26/06/07	Instruments financiers y compris instruments financiers à terme + OPCVM contractuels + gestion immobilière + fonds d'investissement non autorisés à la commercialisation en France
2	VERMEER CAPITAL PARTNERS	GP 07000023	14/06/07	FCPR allégés + couverture du risque de change
2	VIVERIS REIM	GP 07000055	13/11/07	OPCI (investisseurs qualifiés)

(1) Remarque : les OPCVM têtes de compartiments ne sont pas pris en compte dans ces chiffres.

Tableau 9 **Les approbations de programmes d'activité présentés par des sociétés de gestion existantes**

Nom de la société de gestion de portefeuille	Nbre SGP	Date	Programme(s) d'action(s) approuvé(s)*	Nbre PA
ABC ARBITRAGE ASSET MANAGEMENT	1	06/03/07	Fonds d'investissement de droit étranger	1
ACOFI CAPITAL MANAGEMENT	1	26/06/07	OPCI à règles d'investissement allégées, à effet de levier	1
ACOFI GESTION	1	31/12/07	Capital investissement + OPCI	2
ACROPOLE ASSET MANAGEMENT	1	27/04/07	Ariael	1
ACROPOLE ASSET MANAGEMENT	1	15/05/07	Dérivés de crédit (opérations de couverture seulement)	1
AFORGE GESTION	1	18/10/07	OPCVM contractuels	1
AGF PRIVATE EQUITY	1	20/02/07	Instruments financiers à terme (opérations de couverture seulement)	1
AMIRAL GESTION	1	18/10/07	FCPE dédié	1
ANAKENA FINANCE	1	27/04/07	Ariael	1
ANTELMA ASSET MANAGERS	1	02/10/07	Gestion collective	1
ARIS	1	24/07/07	Gestion collective	1
BAREP ASSET MANAGEMENT	1	20/02/07	OPCVM contractuels	1
BAREP ASSET MANAGEMENT	1	20/02/07	Ariael	1
BMG ASSET MANAGEMENT	1	02/02/07	Gestion collective et type 1	1
BRYAN GARNIER ASSET MANAGEMENT	1	10/07/07	Instruments financiers à terme + gestion collective	1
CARMIGNAC GESTION	1	18/10/07	Dérivés de crédit	1
CFD CAPITAL MANAGEMENT	1	12/06/07	OPCVM contractuels	1
CREDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT FRANCE	1	18/01/07	1 FCPR allégé	1
CREDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT GESTION	1	18/01/07	1 FCPR allégé	1
EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT	1	18/09/07	OPCVM contractuels	1
FINANCIERE CENTURIA ASSET MANAGEMENT	1	27/11/07	Instruments Financiers y compris Instruments financiers à terme	1
FONTENAY GESTION	1	31/08/07	Instruments financiers à terme + Gestion collective	1
FUNDQUEST	1	24/07/07	Fonds d'investissement de droit étranger	1
GEA SAS	1	20/02/07	OPCVM contractuels	1

Les approbations de programmes d'activité présentés par des sociétés de gestion existantes *(suite)*

Nom de la société de gestion de portefeuille	Date	Programme(s) d'action(s) approuvé(s)*	Nbre PA
GENERALI THALIA INVESTMENTS FRANCE	27/04/07	Fonds d'investissement de droit étranger	1
GROUPAMA ALTERNATIVE ASSET MANAGEMENT	27/04/07	OPCVM contractuels	1
GROUPAMA ALTERNATIVE ASSET MANAGEMENT	04/09/07	Instruments financiers à terme en exposition	1
HSBC INVESTMENTS FRANCE	30/10/07	Fonds d'investissement de droit étranger	1
ISKANDER	13/06/07	Multigestion alternative	1
JOHN LOCKE INVESTMENTS	24/07/07	Fonds d'investissement de droit étranger	
LA BANQUE POSTALE ASSET MANAGEMENT	24/07/07	Dérivés de crédit	1
LAZARD FRERES GESTION	13/11/07	OPCVM contractuels	1
LEHMAN BROTHERS ASSET MANAGEMENT (FRANCE)	17/04/07	OPCVM contractuels	1
LEHMAN BROTHERS ASSET MANAGEMENT (FRANCE)	04/09/07	Instruments financiers à terme complexes (fonds structurés à formule et coussin)	1
LOMBARD ODIER DARIER HENTSCH GESTION	02/02/07	OPCVM contractuels	1
OFI ASSET MANAGEMENT	20/03/07	ARIAEL	1
OFI ASSET MANAGEMENT	24/07/07	Fonds d'investissement de droit étranger	1
OPPORTUNITE	30/10/07	OPCVM contractuels	1
ORSAY ASSET MANAGEMENT	03/04/07	Dérivés de crédit	1
PALATINE ASSET MANAGEMENT	30/03/07	OPCVM contractuels	1
PARIS LYON GESTION	11/12/07	Épargne salariale	1
QUANTAM	20/02/07	Fonds d'investissement de droit étranger	1
REYL 1 CIE (FRANCE) SAS	31/05/07	Gestion collective, type 1	1
ROCHE-BRUNE	17/04/07	Instruments financiers à terme (opérations de couverture et exposition)	1
SAINT OLIVE GESTION	18/10/07	Instruments financiers à terme	1
SCHELCHER PRINCE GESTION	24/07/07	Dérivés de crédit	1
SEVEN CAPITAL MANAGEMENT	02/10/07	OPCVM contractuels	1
SG 29 HAUSSMANN	09/01/07	Instruments financiers à terme en exposition	1
SGAM ALTERNATIVE INVESTMENT	26/06/07	Gestion immobilière	1
SHANTI GESTION	06/03/07	Dérivés de crédit	1
SOCIETE PARISIENNE DE GESTION	20/02/07	Instruments financiers à terme	1
SWISS LIFE ASSET MANAGEMENT	02/10/07	Gestion sous mandat	1
TIKEHAU INVESTMENT MANAGEMENT	06/03/07	Gestion collective	1
TIKEHAU INVESTMENT MANAGEMENT	27/04/07	FCPR allégés	1
UFG ALTERAM	18/09/07	OPCVM contractuels	1
UFG INVESTMENT MANAGERS	10/07/07	OPCVM contractuels	1
VIVERIS MANAGEMENT	12/06/07	Instruments financiers à terme (opérations de couverture seulement)	1

* Remarque : les OPCVM têtes de compartiments ne sont pas pris en compte dans ces chiffres.

Nom de la société de gestion	Date	Programme(s) d'action(s) approuvé(s)*	Nbre PA
FRANCE TITRISATION	07/02/07	Titrisation synthétique passive	1
GESTION ET TITRISATION INTERNATIONALES	04/09/07	Gestion active des créances des FCC détenus	1

* Remarque : les OPCVM têtes de compartiments ne sont pas pris en compte dans ces chiffres.

Tableau 10 **Agréments retirés ou devenus caducs en 2007**

Nom de la société de gestion de portefeuille	N° d'agrément	Date d'agrément	Date du retrait d'agrément	Motif du retrait
ACLAND CAPITAL INVESTISSEMENT SA	GP 99 008	28/01/99	21/08/07	Cessation d'activité
ACOFI CAPITAL MANAGEMENT	GP 04000052	23/09/04	14/01/08	Transmission du patrimoine à ACOFI GESTION
CIC NORD OUEST GESTION	GP 97 068	01/07/97	08/08/07	Transmission du patrimoine à CM-CIC GESTION
CIC OUEST GESTION	GP 04000002	04/02/04	08/08/07	Transmission du patrimoine à CM-CIC GESTION
DWS INVESTMENTS	GP 97 060	26/09/97	30/12/07	Cessation d'activité
FGA GESTION	GP 04000016	15/04/04	16/10/07	Transmission du patrimoine à FONTENAY GESTION
GEFOLOR	GP 97 092	24/09/97	16/04/07	Dissolution de la société
GERER CONSEIL	GP 90 139	06/12/90	14/09/07	Transmission du patrimoine à PALATINE ASSET MANAGEMENT
GRAND SUD OUEST FINANCE	GP 98 003	20/02/98	26/10/07	Transmission du patrimoine à CM-CIC GESTION
NATEXIS ASSET MANAGEMENT	GP 98 028	30/06/98	30/07/07	Transmission du patrimoine à IXIS ASSET MANAGEMENT
NATEXIS ASSET SQUARE	GP 01 054	20/09/02	30/07/07	Transmission du patrimoine à IXIS PRIVATE CAPITAL MANAGEMENT
NEXTFUND CAPITAL PARTNERS	GP 05000009	29/03/05	26/10/07	Retrait d'agrément à l'initiative de l'AMF
QUILVEST CAPITAL PARTNERS	GP 06000031	04/10/06	14/01/08	Dissolution anticipée
SERVEPAR	GP 02 017	31/07/02	21/06/07	Cessation d'activité
SUD EST GESTION	GP 00 022	04/07/00	14/08/07	Transmission du patrimoine à CM-CIC GESTION
VERMEER ASSET MANAGEMENT	GP 04000062	09/11/04	27/09/07	Dissolution anticipée

Tableau 11 **Approbations de programmes d'activité retirées**

Nom de la société de gestion	Date d'approbation	Programme d'activité concerné par le retrait	Date du retrait de l'approbation	Motif du retrait
FINANCIERE CENTURIA ASSET MANAGEMENT	01/07/05	Capital investissement	27/11/07	Modification du programme d'activité
QUILVEST COPAGEST FINANCE	21/02/06	ARIA EL	26/07/07	Retrait d'agrément du seul fonds ARIA EL géré
CREDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT FRANCE	18/01/07	1 FCPR allégé	30/12/2007	Non-exercice du programme d'activité approuvé
CREDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT GESTION	18/01/07	1 FCPR allégé	30/12/2007	Non-exercice du programme d'activité approuvé

C – Les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI)

Sociétés de gestion de SCPI dont l'agrément a été retiré par l'AMF en 2007

Néant

Tableau 12 **Sociétés de gestion de SCPI dont l'agrément a été retiré à la demande des sociétés de gestion en 2007**

N° d'agrément	Date d'agrément	Société de gestion	Date d'effet
SG-SCPI 95-01	17/01/95	BNP PARIBAS REAL ESTATE INVESTMENT MANAGEMENT*	01/07/07
SG-SCPI 95-14	14/03/95	CILOGER*	10/07/07
SG-SCPI 95-17	14/03/95	CREDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT REAL ESTATE*	26/06/07
SG-SCPI 95-08	14/02/95	IMMOVALOR GESTION*	26/06/07
SG-SCPI 95-15	14/03/95	NATEXIS ASSET MANAGEMENT IMMOBILIER*	26/06/07
SG-SCPI 95-10	06/03/95	PERIAL ASSET MANAGEMENT*	16/07/07
SG-SCPI 94-05	20/12/94	SOFIDY*	10/07/07
SG-SCPI 95-13	09/03/95	UFG REAL ESTATE MANAGERS*	26/06/07
SG-SCPI 95-38	19/06/95	FIMMOGEST	29/11/07
SG-SCPI 94-03	20/12/94	GESTINVIM*	06/02/08

* Ces sociétés de gestion de SCPI dont le numéro d'agrément a été retiré à la suite de leur agrément en tant que société de gestion d'OPCI ou du fait de son absorption par une société de gestion d'OPCI.

Sociétés de gestion de SCPI dont l'agrément est devenu caduc en 2007

Néant

Tableau 13 SCPI dont la note d'information a reçu un visa de l'AMF en 2007

Visa n°	Date	Nom de la SCPI	Mise à jour ouverture au public	Nom de la société de gestion
SCPI n° 07-01	16 janvier 2007	CAPIFORCE PIERRE	Mise à jour	PARTENAIRES GÉRANCE SOPROFINANCE
SCPI n° 07-02	16 janvier 2007	IMMOBILIERE PRIVEE - FRANCE PIERRE	Mise à jour	PARTENAIRES GÉRANCE SOPROFINANCE
SCPI n° 07-03	16 janvier 2007	PIERRE SELECTION	Mise à jour	PARTENAIRES GÉRANCE SOPROFINANCE
SCPI n° 07-04	2 mars 2007	FONCIA PIERRE RENDEMENT	Mise à jour	FONCIA PIERRE GESTION
SCPI n° 07-05	2 mars 2007	FININPIERRE	Mise à jour	FONCIA PIERRE GESTION
SCPI n° 07-06	2 mars 2007	LE PATRIMOINE FONCIER	Mise à jour	FONCIA PIERRE GESTION
SCPI n° 07-07	2 mars 2007	PLACEMENT PIERRE SELECT 1	Mise à jour	FONCIA PIERRE GESTION
SCPI n° 07-08	2 mars 2007	ROCHER PIERRE 1	Mise à jour	FONCIA PIERRE GESTION
SCPI n° 07-09	16 mars 2007	LA PARTICIPATION FONCIERE OPPORTUNITE	Mise à jour	PERIAL ASSET MANAGEMENT
SCPI n° 07-10	16 mars 2007	OPPORTUNITE PLACEMENT CILOGER IMMOBILIER 1	Ouverture au public	CILOGER
SCPI n° 07-11	27 mars 2007	CAPITAL HABITAT	Ouverture au public	BNP PARIBAS REIM
SCPI n° 07-12	27 mars 2007	BUROBOUTIC	Mise à jour	FIDUCIAL GERANCE
SCPI n° 07-13	27 mars 2007	FRUCTIREGIONS	Mise à jour	NATEXIS ASSET MANAGEMENT IMMOBILIER
SCPI n° 07-14	11 avril 2007	EPARGNE HABITAT	Ouverture au public	CABINET VOISIN
SCPI n° 07-15	24 avril 2007	PATRIMOINE PIERRE	Ouverture au public	INTER GESTION
SCPI n° 07-16	24 avril 2007	ELYSEES PIERRE	Mise à jour	HSBC REIM (FRANCE)
SCPI n° 07-17	25 mai 2007	SGAM AI PIERRE PATRIMOINE	Ouverture au public	SGAM ALTERNATIVE INVESTMENTS
SCPI n° 07-18	29 mai 2007	SGAM AI PIERRE ENTREPRISE	Ouverture au public	SGAM ALTERNATIVE INVESTMENTS
SCPI n° 07-19	19 juin 2007	CIFOCOMA 3	Mise à jour	SERCC
SCPI n° 07-20	19 juin 2007	FICOMA	Mise à jour	SERCC
SCPI n° 07-21	6 juillet 2007	ATLANTIQUE PIERRE 1	Mise à jour	SERCC
SCPI n° 07-22	17 juillet 2007	CAPIFORCE PIERRE	Mise à jour	PARTENAIRES GERANCE SOPROFINANCE
SCPI n° 07-23	7 septembre 2007	LA PARTICIPATION FONCIERE OPPORTUNITE	Mise à jour	PERIAL ASSET MANAGEMENT
SCPI n° 07-24	11 septembre 2007	AGATHISSIMO	Ouverture au public	HSBC REIM (FRANCE)
SCPI n° 07-25	14 septembre 2007	BUROBOUTIC	Mise à jour	FIDUCIAL GERANCE
SCPI n° 07-26	14 septembre 2007	OPPORTUNITE HABITAT	Ouverture au public	CILOGER
SCPI n° 07-27	28 septembre 2007	MULTIHABITATION 4	Ouverture au public	UFG REAL ESTATE MANAGERS
SCPI n° 07-28	28 septembre 2007	IMMO-PLACEMENT	Mise à jour	CABINET VOISIN
SCPI n° 07-29	16 octobre 2007	ACTIPIERRE EUROPE	Ouverture au public	CILOGER
SCPI n° 07-30	23 octobre 2007	AGATHISSIMO	Mise à jour	HSBC REIM (FRANCE)
SCPI n° 07-31	27 novembre 2007	PIERRE INVESTISSEMENT 6	Ouverture au public	INTER GESTION

Visas retirés par l'AMF en 2007 à des SCPI

Néant

Tableau 14 SCPI dissoutes en 2007

Nom de la SCPI	Date de dissolution	Nom de la société de gestion
ECO INVEST 1	27 juin 2007	PARTENAIRES GERANCE SOPROFINANCE
EURO INVESTIPIERRE 1	27 avril 2007	BNP PARIBAS REIM
HAUSSMANN IMMOBILIER	15 février 2007	CRÉDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT REAL ESTATE
HOCHE PLACEMENT PIERRE	31 décembre 2007	FRANKLIN GERANCE
HOCHE PLACEMENT PIERRE 2	31 décembre 2007	FRANKLIN GERANCE
NOTIMMO OUEST HABITAT 2	1er janvier 2007	SOGECOPA
PIERRE PRESTIGE	10 septembre 2007	FIDUCIAL GERANCE
ROCHER FINANCE 3	30 janvier 2007	FONCIA PIERRE GESTION
VALEUR PIERRE PATRIMOINE	1er octobre 2007	BNP PARIBAS REIM
HSBC PARIS IMMO BURO	7 décembre 2007	HSBC REIM (FRANCE)

Tableau 15 SCPI ayant fait l'objet de fusion-absorption en 2007

SCPI Absorbée	SCPI Absorbante	Société de gestion	Date d'absorption
NATIO MEDIFORCE PIERRE	CAPITAL PIERRE 1 (devenue CAPIFORCE PIERRE)	PARTENAIRES GERANCE SOPROFINANCE	01/06/07

Tableau 16 SCPI : nombre, capitalisation, collecte, investissements (en milliards d'euros)

	2003	2004	2005	2006	2007
Nombre de SCPI en activité en fin de période	140	139	133	130	128
Collecte	0,8	0,9	1,2	1,1	1,2
Investissements	0,9	0,7	1,1	1,6	1,4
Capitalisation	10,3	11,5	13,2	14,9	16,9

D – Les sociétés pour le financement du cinéma et de l'audiovisuel (SOFICA)

Tableau 17 **Visas de prospectus de SOFICA en 2007**

N°	Date	Nom de la SOFICA	Nature de l'opération
n° 07-446	4 décembre 2007	BANQUE POPULAIRE IMAGES 9	Constitution par APE à hauteur de 5,26 millions d'euros
n° 07-447	4 décembre 2007	CARRIMAGES 5	Constitution par APE à hauteur de 3,82 millions d'euros
n° 07-448	4 décembre 2007	CINEMAGE 3	Constitution par APE à hauteur de 4,78 millions d'euros
n° 07-449	4 décembre 2007	COFANIM	Constitution par APE à hauteur de 2,39 millions d'euros
n° 07-450	4 décembre 2007	COFICUP 3	Constitution par APE à hauteur de 4,78 millions d'euros
n° 07-451	4 décembre 2007	COFIMAGE 20	Constitution par APE à hauteur de 3,73 millions d'euros
n° 07-452	4 décembre 2007	COFINOVA 5	Constitution par APE à hauteur de 6,21 millions d'euros
n° 07-453	4 décembre 2007	LA BANQUE POSTALE IMAGE 2	Constitution par APE à hauteur de 5,73 millions d'euros
n° 07-454	4 décembre 2007	SGAM A. I. CINEMA 2	Constitution par APE à hauteur de 3,63 millions d'euros
n° 07-455	4 décembre 2007	SOFICA EUROPACORP	Augmentation de capital d'un montant de 3,44 millions d'euros
n° 07-456	4 décembre 2007	SOFICA UGC 1	Augmentation de capital d'un montant de 3,44 millions d'euros
n° 07-457	4 décembre 2007	SOFICA VALOR 7	Augmentation de capital d'un montant de 3,44 millions d'euros
n° 07-458	4 décembre 2007	SOFICINEMA 5	Constitution par APE à hauteur de 6,69 millions d'euros
n° 07-459	4 décembre 2007	UNI ÉTOILE 6	Constitution par APE à hauteur de 5,73 millions d'euros

Tableau 18 **Les SOFICA : nombre, collecte, encours global**

En millions d'euros	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Nombre de SOFICA	51	54	59	65	72	78
Montant capitaux collectés	34,9	41,0	46,0	51,5	66,0	63,1
Montant global	653,0	694,0	740,0	791,5	857,5	920,5
Variation de l'encours par rapport à l'année précédente	6 %	6 %	7 %	7 %	8 %	7 %

E – Les sociétés pour le financement de la pêche artisanale (SOFIPÊCHE)

Tableau 19 **Visas de prospectus des SOFIPÊCHE en 2007**

N°	Date	Nom de la SOFIPÊCHE	Nature de l'opération
07-470	11 décembre 2007	SOFIPÊCHE MARTINIQUE 2005	Augmentation de capital par APE à hauteur de 2,116 millions d'euros

Tableau 20 **Les SOFIPÊCHE : nombre, collecte, encours global**

en millions d'euros	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Nombre de SOFIPÊCHE	17	21	29	31	23*	15
Montants capitaux collectés	5,9	6,0	12,5	5,7	-	1,8
Montant global	26,3	32,3	44,8	50,5	41,3	43,1

* Dans le rapport annuel 2006, le nombre de SOFIPÊCHE en 2007 s'élevait à 26. Les pièces justificatives de la dissolution de trois fonds sont arrivées après l'établissement du rapport annuel 2006.

Annexe 4

Enquêtes et sanctions

A – Bilan des enquêtes et transmissions effectuées par la COB de 1990 à 2003, puis par l'AMF depuis 2004

B – Bilan d'application du pouvoir de sanction de l'AMF en 2007

C – Les suites judiciaires

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

A – Bilan des enquêtes et transmissions effectuées par la COB de 1990 à 2003 puis par l'AMF depuis 2004

Pour mener à bien sa mission de surveillance des marchés, l'AMF mène des contrôles auprès des professionnels habilités et peut enquêter sur tout fait susceptible de constituer des infractions et manquements boursiers. Seules sont ici prises en compte 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 depuis 2004 et leurs suites**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Total
Nombre d'enquêtes terminées																			
	79	53	89	85	103	91	77	69	96	88	90	85	75	79	90	91	105	96	1 541
– dont nombre d'enquêtes nationales																			
	78	*50*	*83*	*80*	*94*	*86*	*69*	*60*	*73*	*67*	*64*	*57*	*65*	*58*	*60*	*63*	*53*	*48*	*1 208*
Ouverture de procédures de sanction par l'autorité[1]																			
	0	2	7	9	6	7	6	6	9	10	6	20	16	7	38	28	27	26	230

(1) L'ouverture d'une procédure de sanction peut conduire à plusieurs notifications de griefs et à plusieurs sanctions.

Tableau 2 **Transmissions de rapports d'enquête à la justice par la COB de 1990 à 2003, puis par l'AMF depuis 2004**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Total
Transmission au Parquet[2]																			
	15	12	26	34	22	27	24	24	17	16	19	19	23	17	18	25	23	25	383
– dont rapports qui ont également abouti en parallèle à l'ouverture d'une procédure de sanction par l'Autorité																			
	0	*1*	*6*	*8*	*5*	*7*	*3*	*5*	*2*	*4*	*1*	*7*	*10*	*12*	*14*	*22*	*20*	*21*	*148*

(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 2007

Nombre de procédures ayant abouti à une décision de sanction : 28

Tableau 3 **Fondement des sanctions prononcées**(1)

Prestataires de services d'investissement exerçant les services d'investissement autres que la gestion pour le compte de tiers	5
Prestataires de services d'investissement exerçant le service de gestion pour le compte de tiers	4
Opérations d'initié	5
Manipulation de cours	1
Information du public	13

(1) Certaines sanctions ont été prononcées sur le fondement de plusieurs dispositions. En pareille occurrence, c'est le fondement considéré comme principal qui a été retenu dans ce tableau.

Tableau 4 **Personnes sanctionnées**

Émetteurs – dirigeants personnes physiques	27
Émetteurs – personnes morales	10
Professionnels régulés – personnes physiques	4
Professionnels régulés – personnes morales	14
Autres personnes physiques (commissaires aux comptes, etc.)	8
Autres personnes morales (commissaires aux comptes, etc.)	2

Source : AMF

C – Les suites judiciaires

Décisions de justice faisant suite à la transmission de rapports d'enquêtes par la COB puis par l'AMF

Tableau 5 **Liste des décisions de justice par date de transmission**

	Affaire	**Nature** et suites de données
Marseille, le 17 octobre 1989	Marché du titre SAFIM	**Infraction au monopole de transaction des agents de change, abus de pouvoirs, démarchage illicite, diffusion d'informations fausses ou trompeuses, délit d'initié.** Jugement de la 6e chambre du Tribunal correctionnel de Marseille du 9 mars 2001 condamnant le prévenu à une peine de deux ans d'emprisonnement et à une amende de 457 347 euros. Jugement définitif.
Paris, le 24 mai 1993	Marché des titres Yves Saint-Laurent Groupe	**Délit d'initié, infraction au monopole des sociétés de Bourse.** Ordonnance de non-lieu du 16 octobre 2005. Appel en cours.
Paris, le 6 juillet 1994	Marché du titre et information financière de la société Bidermann International	**Diffusion d'informations fausses ou trompeuses, publication de comptes annuels inexacts, abus de biens sociaux, abus de crédit, abus de pouvoir, recel.** Jugement de la 11e chambre du Tribunal correctionnel de Paris du 12 novembre 2003 condamnant les seize prévenus à des peines de six mois d'emprisonnement avec sursis à cinq ans d'emprisonnement, ainsi qu'à des amendes de 30 000 à 2 millions d'euros. Arrêt de la 9e chambre de la cour d'appel de Paris du 31 mars 2005 condamnant les dix prévenus à des peines de six mois d'emprisonnement avec sursis à trois ans dont dix-huit mois avec sursis, ainsi qu'à des amendes de 200 000 à 2 millions d'euros. Arrêt de la chambre criminelle de la Cour de cassation du 31 janvier 2007 cassant et annulant l'arrêt mais en ses seules dispositions concernant un des prévenus, et rejetant les autres pourvois.
Toulouse, le 6 juillet 1994	Marché du titre de la société Hervillier Environnement	**Diffusion d'informations fausses ou trompeuses, abus de biens sociaux, escroquerie, banqueroute.** Jugement de la 3e chambre du Tribunal correctionnel de Toulouse du 9 mars 2006 condamnant le premier prévenu à quatre ans d'emprisonnement et à une amende de 100 000 euros, deux autres prévenus à des peines de deux ans d'emprisonnement et relaxant le quatrième prévenu. Arrêt de la cour d'appel de Toulouse du 9 mai 2007 aggravant les peines des trois prévenus portées à cinq ans d'emprisonnement pour le premier prévenu et ajoutant des amendes de 30 000 et 50 000 euros pour les deux autres prévenus. Arrêt définitif.
Paris, les 30 janvier et 3 octobre 1995	Activités de la société Rochefort Finances et les conditions de gestion de la SICAV monétaire Rochefort Court Terme et d'autres OPCVM	**Faux et usage de faux, abus de confiance et recel d'abus de confiance.** Jugement de la 11e chambre du Tribunal correctionnel de Paris du 7 mars 2007 condamnant les quatre prévenus à des peines de douze mois à deux ans d'emprisonnement avec sursis ainsi qu'à des amendes de 7 500 à 150 000 euros. Appels en cours.
Paris, le 26 juillet 1995	Marché du titre de la Société Eurotunnel	**Délit d'initié.** Ordonnance de renvoi devant le Tribunal correctionnel du 14 mars 2003 pour diffusion d'informations fausses ou trompeuses et délit d'initié. Arrêt de la chambre d'instruction de la cour d'appel de Paris du 25 juin 2004 confirmant l'ordonnance du 14 mars 2003. Rejet des pourvois par arrêt de la chambre criminelle de la Cour de cassation du 5 octobre 2005. Jugement de la 11e chambre du Tribunal correctionnel de Paris du 4 juillet 2007 relaxant les prévenus.

Paris, le 27 février 1996	Marché du titre et information financière de la Société Fermière du Casino Municipal de Cannes (SFCMC)	**Abus de biens sociaux, abus de pouvoir.** Jugement de la 11e chambre du Tribunal correctionnel de Paris du 20 juin 2003 constatant la prescription de l'action publique concernant les faits visés sous la prévention de complicité et de recel de biens d'abus sociaux reprochés aux deux prévenus et condamnant l'un des prévenus à quinze mois d'emprisonnement avec sursis et 200 000 euros d'amende du chef de présentation de comptes annuels inexacts. Arrêt de la 9e chambre de la cour d'appel de Paris du 6 avril 2005 réformant partiellement le jugement, et déclarant l'un des prévenus non coupable du délit de présentation de comptes inexacts pour dissimuler l'état de la société. Arrêt de la chambre criminelle de la Cour de cassation du 28 juin 2006 cassant et annulant l'arrêt rendu par la cour d'appel de Paris en ses dispositions relatives à la prescription et renvoyant devant la cour d'appel de Paris autrement composée.
Paris, le 18 novembre 1996	Information financière et marché du titre de la société SCOA	**Art. 12-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 (demande d'avis des autorités judiciaires à la COB).** Arrêt de la chambre d'instruction de la cour d'appel de Paris du 30 janvier 2007 confirmant l'ordonnance de non-lieu du 5 mars 2003 et condamnant les plaignants à une amende civile. Arrêt de la chambre criminelle de la Cour de cassation du 3 octobre 2007 rejetant le pourvoi. Décision définitive.
Paris, le 23 septembre 1997	Information financière et comptable de la Banque Pallas-Stern	**Diffusion d'informations fausses ou trompeuses, présentation de comptes inexacts, abus de biens sociaux.** Jugement de la 11e chambre du Tribunal correctionnel de Paris du 1er mars 2001 condamnant le principal prévenu à dix-huit mois d'emprisonnement avec sursis ainsi qu'à une amende de 3 000 000 de francs, et condamnant huit autres prevenus à des peines allant de trois à quinze mois d'emprisonnement avec sursis et à des amendes de 50 000 à 300 000 francs. Arrêt de la 9e chambre de la cour d'appel de Paris du 6 février 2003 prononçant la relaxe de tous les prévenus. Annulation en ses seules dispositions civiles, par arrêt de la chambre criminelle de la Cour de cassation du 4 novembre 2004 et renvoi devant la cour d'appel de Versailles. 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.
Douai, le 15 décembre 1997	Marché du titre et information financière de la société Établissement Arbel	**Abus de biens sociaux, complicité d'abus de biens sociaux, non-révélation de faits délictueux.** Jugement du Tribunal correctionnel de Douai du 3 février 2003 se déclarant territorialement incompétent. Sur appel incident du procureur général, arrêt de la 6e chambre de la cour d'appel de Douai du 13 janvier 2004 condamnant trois prévenus à des peines de six mois, douze mois et trois ans d'emprisonnement avec sursis et mettant hors de cause le quatrième prévenu. Arrêt de la chambre criminelle de la Cour de cassation du 15 décembre 2004 rejetant les pourvois. Arrêt définitif.
Paris, le 13 juillet 1999	Activités sur le marché obligataire de la société de droit britannique SFH Stock Trading Ltd	**Abus de confiance, escroquerie, complicité et recel de ces deux infractions.** Ordonnance de non-lieu le 10 janvier 2007.
Paris, le 15 juillet 1999	Activités sur le MONEP de la société IFF Bourse	**Faux, usage de faux, abus de confiance, complicité d'abus de confiance.** Ordonnance de non-lieu du 29 août 2007. Appel et transmission à la chambre d'instruction de la cour d'appel de Paris.
Paris, le 11 octobre 1999	Activités de marché, de gestion et de conseil de toutes personnes physiques ou morales liées aux sociétés Business Group Consultant (BGC) et Business Group Eurofinance (BGE)	**Exercice illégal de la profession de banquier, gestion illégale de portefeuille, démarchage illicite, escroquerie, abus de confiance, abus de biens sociaux.** Jugement de la 11e chambre du Tribunal correctionnel de Paris du 17 septembre 2004 prononçant pour les seize prévenus des peines de un mois d'emprisonnement avec sursis à trois ans d'emprisonnement, des amendes de 5 000 à 200 000 euros, une interdiction professionnelle, et prononçant onze relaxes dont neuf relaxes partielles. Sept prévenus ont bénéficié de l'amnistie prévue par la loi de 6 août 2002. Arrêt de la 9e chambre de la cour d'appel de Paris du 20 septembre 2006 confirmant le jugement et aggravant l'une des peines prononcées par le Tribunal. Arrêt de la chambre criminelle de la Cour de cassation du 20 juin 2007 rejetant le pourvoi. Décision définitive.

Bordeaux, le 24 janvier 2000	Activités de la société de gestion de portefeuille A Conseils Finance	**Infraction au monopole des intermédiaires financiers, faux et usage de faux.** Requête auprès du président du Tribunal de grande instance de Bordeaux sur le fondement de l'article 8-1 de l'ordonnance de 1967. Interdiction temporaire d'activité de la SGP et consignation par les dirigeants sociaux de la somme de 5 MF, prononcées par voie d'ordonnance sur requête du président du TGI de Bordeaux du 5 janvier 2000 confirmée par ordonnance de référé du 21 janvier 2000. Le Parquet de Bordeaux classe sans suite le 6 janvier 2004 (la société a fait l'objet d'une liquidation judiciaire en mai 2001).
Clermont-Ferrand, le 16 mars 2000	Activités de M. Jérôme T. et de toute personne physique ou morale qui lui serait liée	**Gestion illicite de portefeuille, complicité, faux et usage de faux.** Jugement du Tribunal correctionnel de Clermont-Ferrand du 7 novembre 2005 condamnant le principal prévenu à une peine d'emprisonnement de 18 mois avec sursis et à 10 000 euros d'amende assortis d'une peine complémentaire d'interdiction d'exercer une activité professionnelle le conduisant à fournir des services d'investissement à des tiers pendant 5 ans sans et relaxant les autres prévenus. Arrêt de la cour d'appel de Riom du 29 juin 2006 confirmant le jugement. Décision définitive.
La Roche-sur-Yon, le 1er février 2000 et cour d'appel de Poitiers, le 2 janvier 2000 pour les commissaires aux comptes	Information financière et marché du titre de la société Albert SA	**Diffusion d'informations fausses ou trompeuses, présentation de comptes inexacts, escroquerie aggravée, abus de biens sociaux, complicité et recel d'abus de biens sociaux, non-révélation de faits délictueux.** Jugement du Tribunal correctionnel de la Roche-sur-Yon du 20 janvier 2003 comdamnant le président du directoire, l'ancien président du conseil de surveillance, un administrateur et le commissaire aux comptes à un an de prison avec sursis pour tous les prévenus et prononçant des amendes délictuelles 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 et ramenant à 50 000 euros le montant de l'amende du président du directoire. Arrêt de la chambre criminelle de la Cour de cassation du 9 février 2005 qui rejette le pourvoi du commissaire aux comptes, casse et annule l'arrêt sur l'action civile en ses seules dispositions ayant déclaré irrecevables les demandes formées par le commissaire à l'exécution du plan de cession de l'émetteur.
Paris le 2 juin 2000	Marché du titre Billon	**Manipulation de cours.** Jugement de la 11e chambre du Tribunal correctionnel de Paris du 26 septembre 2003 condamnant le prévenu à 80 000 euros d'amende. Arrêt de la 9e chambre de la cour d'appel de Paris du 30 novembre 2004 confirmant le jugement. Arrêt définitif.
Nanterre, les 21 juillet 2000 et 9 février 2001	Information financière des sociétés Immobilière Hôtelière et Duc Lamothe	**Diffusion d'informations fausses ou trompeuses, publication de comptes annuels inexacts, faux et usage de faux, abus de biens sociaux.** Jugement de la 15e chambre du Tribunal correctionnel de Nanterre du 22 décembre 2006 condamnant les deux premiers prévenus à des peines de quatre ans d'emprisonnement dont deux ans avec sursis ainsi qu'à des amendes de 300 000 euros et condamnant le troisième prévenu à une peine de deux ans d'emprisonnement avec sursis et à une amende de 100 000 euros. Appels en cours.
Paris, le 25 juillet 2000	Enquête sur la société Financière Rembrandt	**Abus de confiance, faux, usage de faux, délit d'entrave, escroquerie.** Ordonnance de non-lieu du 31 août 2007.
Le Mans, le 9 janvier 2002, puis Paris	Marché du titre Brice	**Délit d'initié.** Le Tribunal de grande instance du Mans constate son incompétence territoriale par un jugement du 1er décembre 2003 et renvoie l'affaire au Parquet de Paris qui classe sans suite le 29 janvier 2004.
Le Havre, le 28 février 2002	Marché du titre Viking	**Diffusion d'informations fausses ou trompeuses, manipulation de cours.** Classement sans suite.
Bordeaux, le 5 avril 2002, puis Paris	Marché du titre et information financière de la société Kalisto	**Diffusion d'informations fausses ou trompeuses.** Dessaisissement du Parquet de Bordeaux le 19 janvier 2004 au profit du Parquet de Paris qui classe sans suite le 24 septembre 2007 (autre poursuite ou sanction de nature non pénale).
Paris, le 14 octobre 2002	Activités du groupe W Finance	**Manquements divers, faux en écriture.** Classement sans suite.

Paris, le 12 février 2003	Marché du titre et information financière de la société Rhodia	**Diffusion d'informations fausses ou trompeuses, manipulation de cours.** Ordonnance de non-lieu du 19 mars 2007.
Marseille, le 10 juin 2003	Marché du titre Eiffage	**Délit d'entrave, diffusion d'informations fausses ou trompeuses, manipulation de cours.** Classement sans suite le 15 juin 2007.
Paris, le 3 juillet 2003	Marché du titre Royal Canin	**Délit d'initié.** Ordonnance de non-lieu du 19 mars 2007.
Paris, le 3 juillet 2003	Activités de la société Financial Security Assurance Holding LTD (FSA)	**Délit d'initié.** Ordonnance de non-lieu du 19 mars 2007.
Paris, le 30 juillet 2003	Marché des titres Azéo et Eurafrance	**Délit d'initié.** Ordonnance de non-lieu du 19 mars 2007.
Paris, le 15 janvier 2004	Activités sur les marchés de MM. Arnaud M., Julien M., et Mme Anna D.	**Délit d'initié.** Ordonnance de non-lieu du 19 mars 2007.
Paris, le 15 janvier 2004	Marché du titre SAB South African Breweries (SAB)	**Manipulation de cours, délit d'initié.** Ordonnance de non-lieu du 19 mars 2007.
Paris, le 15 janvier 2004	Marché des titres ISIS, Technip et Coflexip	**Délit d'initié.** Ordonnance de non-lieu du 19 mars 2007.
Paris, le 15 janvier 2004	Marché du titre et information financière de la société Provimi	**Délit d'initié.** Classement sans suite le 24 mars 2005.
Paris, le 22 juillet 2004	Marché du titre et information financière de la société Picogiga	**Délit d'initié.** Jugement de la 11e chambre du Tribunal correctionnel de Paris du 22 février 2007 condamnant le prévenu à une amende de 100 000 euros pour abus de biens sociaux. Appel en cours.
Paris, le 22 juillet 2004	Marché du titre Eurafrance	**Manipulation de cours, délit d'initié.** Ordonnance de non-lieu du 19 mars 2007.
Marseille, le 27 octobre 2004 et cours d'appel d'Aix-en-Provence (pour les commissaires aux comptes) le 14 février 2006	Information financière et marché du titre de la société Intecom	**Diffusion d'informations fausses ou trompeuses, publication de comptes sociaux non fidèles, faux et usage de faux en écriture, abus de biens sociaux.** Jugement du Tribunal correctionnel de Marseille du 17 juin 2005 condamnant les deux prévenus à des peines d'emprisonnement de deux ans (dont seize mois avec sursis) et trois ans (dont deux ans avec sursis) et à des amendes de 10 000 euros. Arrêt de la cour d'appel d'Aix-en-Provence du 27 juin 2007 confirmant la culpabilité du chef de faux et usage de faux, relaxant partiellemment pour délit d'abus de biens sociaux et ramenant les peines d'emprisonnement à douze et dix-huit mois avec sursis et aggravant les peines d'amende portées à 50 000 et 100 000 euros. À titre de peine complémentaire, les deux prévenus font l'objet d'une interdiction pour une durée de cinq ans d'exercer toutes fonctions de dirigeant d'une entreprise commerciale.
Paris, le 4 novembre 2004	Marché du titre Deveaux	**Manipulation de cours, délit d'initié.** Jugement de la 11e chambre du Tribunal correctionnel de Paris du 27 septembre 2006 condamnant l'un des principaux dirigeants à une peine de quatre mois d'emprisonnement avec sursis et à une amende de 100 000 euros, et un prestataire de services d'investissement à 75 000 euros d'amende pour entrave au fonctionnement d'un marché à instrument financier, et relaxant le dirigeant du chef de réalisations d'opérations boursières grâce à des informations privilégiées. La sanction pécuniaire prononcée par l'AMF par décision du 4 octobre 2005 s'imputant sur la peine d'amende prononcée par le Tribunal à l'encontre du dirigeant. Arrêt de la cour d'appel de Paris du 2 février 2007 confirmant le jugement. Pourvois en cours.
Paris, le 24 janvier 2005	Information financière de la société Walter	**Diffusion d'informations fausses ou trompeuses, présentation de comptes sociaux inexacts.** Classement sans suite en octobre 2007 (faits dénoncés precrits).
Paris,	Marché du titre et information	**Délit d'initié.**

le 4 avril 2005	financière de la société Alcatel	Classement sans suite du fait de la sanction administrative prononcée par l'AMF.
Paris, les 4 avril et 30 septembre 2005	Marché du titre et information financière de la société Mines de la Lucette	**Diffusion d'informations fausses ou trompeuses, communication de renseignements inexacts à l'Autorité des marchés financiers.** Classement sans suite le 10 août 2007.
Paris, le 6 juin 2005	Marché du titre et information financière de la société Orco Property Group	**Diffusion d'informations fausses ou trompeuses.** Classement sans suite le 13 août 2007 (infraction insuffisamment caractérisée).
Versailles, le 14 novembre 2005	Information financière et marché du titre de la société Marionnaud Parfumeries	**Diffusion d'informations fausses ou trompeuses.** Décision rendue le 11 décembre 2007 par la chambre régionale de discipline des commissaires aux comptes de la cour d'appel de Versailles prononçant des avertissements à l'encontre des co-commissaires aux comptes (une personne physique et un cabinet de commissaires aux comptes).
Paris, le 17 novembre 2005	Information financière et marché du titre de la société IXO	**Escroquerie.** Le Parquet de Paris transmet le dossier au Parquet de Lyon qui classe sans suite le 9 mai 2006 (infraction insuffisamment caractérisée).
Paris, le 27 janvier 2006	Marché du titre et information financière de la société Infogrames Entertainment	**Manipulation de cours.** Classement sans suite le 7 juin 2007.
Paris, le 10 mai 2006	Marché du titre Galeries Lafayette	**Délit d'initié.** Classement sans suite le 8 juin 2007 (autre poursuite ou sanction de nature non pénale).
Paris, le 22 juin 2006	Transactions du Crédit Agricole Asset Management (CAAM) sur certains titres	**Manipulation de cours.** Classement sans suite le 21 décembre 2007 (infraction insuffisamment caractérisée).
Paris, le 22 juin 2006	Information financière de la société Cyber Press Publishing (CPP)	**Diffusion d'informations fausses ou trompeuses.** Classement sans suite le 3 septembre 2007 (autre poursuite ou sanction de nature non pénale).
Paris, le 22 juin 2006	Marché du titre et information financière de la société RISC Group	**Diffusion d'informations fausses ou trompeuses.** Classement sans suite le 11 juin 2007 (autre poursuite ou sanction de nature non pénale).
Paris, le 8 novembre 2006	Marché des emprunts obligataires de la Caisse nationale des autoroutes (CNA)	**Délit d'initié.** Classement sans suite en novembre 2007.

Contacts

Service de la communication

Tél. : 01 53 45 60 25
Courriel : contact@amf-france.org

Centre de documentation

Tél. : 01 53 45 62 00
(du lundi au jeudi 9 h 30 à 12 h 30 et de 14 h 30 à 16 h 30)
Courriel : centrededoc@amf-france.org

Service de la médiation

Tél. : 01 53 45 64 64
(mardi et jeudi de 14 heures à 16 heures)
Courriel : mediation@amf-france.org
Courrier postal : à l'attention du Service de la médiation

Site internet **www.amf-france.org**

AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS
AMF

17, place de la Bourse – 75082 Paris Cedex 02 – France
Tél. : 01 53 45 60 00 – Fax : 01 53 45 61 00

Mars 2008 – Conception et réalisation : **avant**garde 01 45 74 61 61