



### L'épargnant au cœur de la régulation

Le récent colloque du Conseil scientifique de l'AMF, qui s'est tenu le 15 mai dernier au Sénat, a illustré les tendances qui marquent aujourd'hui les investissements des ménages: achat de produits financiers de plus en plus complexes, poids croissant de l'endettement immobilier, vieillissement de la population et nouveaux modèles de financement

des retraites. Les différents intervenants au colloque, français ou étrangers, professionnels de la gestion d'actifs ou chercheurs académiques, ont tous souligné la montée des risques financiers, portés désormais directement par les épargnants individuels.

Confrontés à ces choix difficiles et lourds de conséquences pour leur avenir, les ménages français ont en outre à apprécier par eux-mêmes de façon croissante les enjeux et les risques des formules d'investissement qui leur sont proposées. Or, force est de constater qu'ils se sentent en général peu armés pour prendre de telles décisions de façon éclairée. Le groupe de travail animé par l'AMF en 2005 sur ce sujet avait relevé le manque de connaissance des Français sur les questions d'ordre financier et les mécanismes de marché. Il avait conclu à la nécessité d'une politique globale en faveur du développement de la culture économique dans notre pays.

## SOMMAIRE

### OPÉRATIONS ET INFORMATIONS FINANCIÈRES ..... 3

- Informations prévisionnelles
- OPA: consultation sur le projet de règlement général
- Contrôle interne: communication sur le cadre de référence
- Recommandation de l'AMF sur l'exercice des droits de vote aux assemblées générales
- CESR-fin: présence de l'AMF renforcée

### GESTION D'ACTIFS ..... 4

- Dépositaires d'OPCVM: modification du règlement général de l'AMF
- Création d'un groupe de travail AMF sur la transposition de la MIF
- Modification du décret sur les OPCVM
- Atelier de réflexion de la Commission européenne sur le prospectus simplifié
- OICV - Comité permanent sur la gestion d'actifs (SC5)

### INTERMÉDIATION ET MARCHÉS ..... 5

- Recommandations d'investissement émises par les journalistes financiers: nouvelles dispositions du règlement général de l'AMF
- Restrictions applicables aux interventions des intermédiaires sur le marché en période d'offre publique
- Travaux du CESR-MIF sur la consolidation des données
- La transposition de la directive MIF en France

### ENJEUX ..... 6

Pour une « meilleure régulation »

### INTERVIEW ..... 10

Jean de Demandolx Dedons

L'analyse financière indépendante: vers la création d'un « label AMF »

### LE CONSEIL SCIENTIFIQUE DE L'AMF ..... 12

### BLOC-NOTES ..... 12

- L'agenda de l'AMF
- L'actualité internationale des régulateurs

>>>

## E D I T O

## Edito

>>> Dans ce contexte, l'AMF a décidé, en avril dernier, de lancer l'Institut pour l'éducation financière du public, que Philippe Herzog a accepté de présider. Il fonctionnera par partenariat avec toutes les institutions concernées, en particulier avec l'Éducation nationale, tant l'école peut jouer un rôle clé pour la formation des jeunes générations dans ces domaines. La bonne compréhension de notre système économique constitue en effet un enjeu stratégique majeur pour la restauration de la confiance à long terme dans les marchés.

Mais, si l'éducation financière est devenue un axe prioritaire, elle ne saurait à elle seule protéger les investisseurs des risques de mauvaise allocation de leurs ressources. Aussi dans ce contexte où l'innovation financière foisonne, l'AMF a-t-elle engagé, dans le prolongement des recommandations de la mission Delmas-Marsalet, une réflexion prioritaire sur les modes de commercialisation des instruments financiers. Son objectif est de définir et clarifier les rôles des concepteurs et des distributeurs de produits financiers, préciser les exigences en termes de conseil et de responsabilité sur les choix d'investissements en fonction du type de clientèle visée.

En parallèle, une analyse approfondie des besoins des épargnants en termes d'information a été entamée. La Commission européenne a mis en place un atelier d'experts en mai 2006, auquel l'AMF participe activement, pour apprécier l'impact et l'utilité du prospectus « simplifié » en matière de produits de gestion collective. Cet instrument, du fait de sa lourdeur et de sa complexité, a créé à la fois des difficultés et des coûts pour l'industrie, et surtout il n'a, semble-t-il, pas atteint son objectif originel de vecteur de communication pédagogique vis-à-vis du grand public. L'AMF souhaite qu'une documentation plus légère, plus lisible et donc mieux adaptée

aux besoins des épargnants soit élaborée à l'issue de ces travaux. L'AMF travaille également au plan domestique pour que les investisseurs bénéficient de sources d'informations plus diversifiées sur les marchés, en donnant suite, par exemple, aux conclusions du groupe de travail présidé en 2005 par Jean de Demandolx Dedons, membre du Collège, sur l'analyse financière indépendante.

Enfin, l'AMF considère que les épargnants et leurs associations représentatives doivent participer plus directement au processus de régulation. La commission consultative « Épargnants et actionnaires individuels », présidée par Jean-Claude Mothié et Claire Favre, joue déjà un rôle très actif, depuis sa création en 2004. L'AMF propose, à l'occasion de la démarche « meilleure régulation », de compléter cette structure avec des comités associant directement le grand public. Des « *consumer panels* », comme les appelleraient nos homologues anglo-saxons, peuvent en effet jouer un rôle très opérationnel pour tester, apprécier et éventuellement réformer les supports de communication, qui accompagnent la vente de produits financiers, dans un sens de lisibilité et d'utilité pratique pour les investisseurs finaux.

Éducation, conseil, information et participation directe à la régulation, tels sont les quatre piliers fondamentaux de la politique de l'AMF en direction des épargnants. Autant de domaines où le régulateur souhaite très directement associer les professionnels de la Place, tant leur implication sera indispensable au succès de cette nouvelle dynamique en faveur de la sécurisation et de la bonne orientation des flux d'épargne dans notre pays.



Hubert Reynier

## > Informations prévisionnelles

Le règlement européen n°809/2004 sur le prospectus définit de manière large les prévisions de résultats. Il exige que, lorsqu'une société choisit de faire figurer des prévisions de résultats dans un prospectus, elle énonce les hypothèses retenues et inclut dans le prospectus un rapport des contrôleurs légaux confirmant que les prévisions ont été établies sur la base de ces hypothèses et selon des méthodes comptables conformes à celles appliquées par la société. Les recommandations du CESR de février 2005 précisent que lorsqu'une société a publié des prévisions en dehors d'un prospectus, il existe une présomption qu'en cas d'émission d'actions, ces prévisions sont par nature significatives et doivent être insérées dans le prospectus.

L'application de ces différents textes mentionnés soulevant de nombreuses questions, l'AMF a constitué un groupe de Place sur le sujet. Ce groupe de Place a élaboré une grille de lecture permettant aux sociétés de déterminer si des informations financières prospectives constituent ou non des prévisions de résultats. Cette grille ainsi que des précisions sur le traitement des prévisions dans les documents de référence vont très prochainement faire l'objet d'une communication.

>> SOMMAIRE

## > OPA : consultation sur le projet de règlement général

L'AMF a soumis à consultation jusqu'au 16 juin 2006 un projet de modification de son règlement général relatif aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante.

Au-delà des mesures de transposition de la directive OPA, les principales innovations du projet de règlement général portent sur

une réforme de la procédure de contrôle des OPA par l'AMF et sur la mise en place du dispositif de gestion des rumeurs. Le règlement général sera adopté par le Collège de l'AMF début juillet 2006.

>> SOMMAIRE

[www.amf-france.org/styles/default/documents/general/6804\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/styles/default/documents/general/6804_1.pdf)

## > Contrôle interne : communication sur le cadre de référence

L'AMF a confié, en avril 2005, à un groupe de travail de Place, l'élaboration d'un référentiel de contrôle interne. Le groupe a présenté en mai 2006 un cadre de référence, composé essentiellement de principes généraux. Il est accompagné de deux questionnaires, l'un concernant les risques liés à l'activité de la société et l'autre, le contrôle interne comptable et financier. Ce dernier est susceptible de devenir la base d'un référentiel de procédures de contrôle interne relatives à l'élaboration et au traitement de l'information financière et comptable. La rédaction de ce document technique a été confiée à un groupe de Place qui devrait rendre ses conclusions en septembre 2006. Ce document devrait faire l'objet d'une consultation publique au cours du 4<sup>e</sup> trimestre 2006.

[www.ifaci.com](http://www.ifaci.com)

>> SOMMAIRE

## > Recommandation de l'AMF sur l'exercice des droits de vote aux assemblées générales

L'AMF rappelle dans cette recommandation que la participation aux assemblées générales est un droit essentiel de l'actionnaire et que les sociétés et les intermédiaires, notamment les teneurs de compte conservateurs et les centralisateurs, doivent faciliter cette participation.

Il s'agit d'assurer une diffusion adéquate de l'information préalable à l'assemblée générale, son bon déroulement et une information rapide sur ses résultats.

La recommandation de l'AMF se situe dans le prolongement du rapport du groupe de Place présidé par Yves Mansion, qui avait

## > CESR-fin : présence de l'AMF renforcée

Philippe Danjou, directeur des Affaires comptables à l'AMF, a été nommé président de l'EECS (*European Enforcer Coordination Sessions*) au mois de mai 2006.

Ce sous-comité du CESR-fin a pour vocation de promouvoir une application cohérente des normes IFRS par les régulateurs européens, de développer une base de données visant à faciliter l'échange d'informations et la convergence.

Trois principes doivent aussi guider les régulateurs européens dans l'accomplissement de ces efforts :

- lorsqu'un régulateur en charge de la correcte application des normes comptables prend une décision vis-à-vis d'une société, il devrait tenir compte des décisions prises par ses homologues européens et éventuellement en discuter avec eux avant la prise de décision ;

- les décisions prises sont rapportées à une base de données centrale européenne ;

- les décisions pouvant avoir une incidence sur l'application harmonisée des IFRS au plan européen sont discutées au sein du EECS. Depuis janvier 2005, une quarantaine de cas concrets ont fait l'objet d'une présentation et de délibérations.

>> SOMMAIRE

[www.amf-france.org/styles/default/documents/general/6710\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/styles/default/documents/general/6710_1.pdf)

>> SOMMAIRE

## > Dépositaires d'OPCVM : modification du règlement général de l'AMF

[>> SOMMAIRE](#)

Une concertation sur la modernisation de la fonction de dépositaire d'organismes de placement collectif a été organisée autour d'un groupe de travail composé des représentants des associations professionnelles, de dépositaires et de sociétés de gestion. Elle a porté sur les deux fonctions essentielles du dépositaire : la conservation des actifs et le contrôle de la régularité des décisions de la société de gestion ou de la SICAV.

Sur la base des travaux du groupe, les services de l'AMF proposent une modernisation de la réglementation applicable aux dépositaires, qui prend en compte l'évolution des techniques de gestion et aussi la part croissante de titres étrangers à l'actif des OPCVM qui augmentent mécaniquement le recours à des sous-conservateurs. Le projet permet notamment de définir la fonction du dépositaire en matière d'instruments financiers à terme, autour de la notion de « tenue de position ». Un projet de modification du règlement général de l'AMF sera prochainement mis en consultation publique.

## > Création d'un groupe de travail AMF sur la transposition de la MIF

La directive MIF présente des conséquences significatives pour les sociétés de gestion, au-delà de la seule activité de gestion de portefeuille sous mandat. C'est pourquoi il a été décidé de mettre en place un groupe de travail spécifique à cette activité. Son objectif est de permettre aux acteurs d'identifier les points où une interprétation est nécessaire et de voir dans quelle mesure les règles conçues pour la gestion sous mandat devront également s'appliquer à la gestion collective. Le groupe

traite notamment des thèmes des conflits d'intérêts, de la délégation, de l'information du client, de l'archivage, des commissions, du principe d'adéquation des produits au client et de la question de l'exécution des ordres et de la réalisation de transactions par la société de gestion. Il se réunit régulièrement depuis le mois de mai.

Pour en savoir plus sur la directive MIF : [www.amf-france.org/documents/general/6905\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/6905_1.pdf)

[>> SOMMAIRE](#)

## > Modification du décret sur les OPCVM

Des projets de modification du décret n° 89-623 régissant les OPCVM, aujourd'hui codifié dans la partie réglementaire du code monétaire et financier, sont envisagés pour aménager certains ratios de dispersion ou d'emprise prévus pour certaines catégories d'actifs, afin d'offrir davantage de souplesse aux gérants d'actifs dans leur politique d'investissement. Les évolutions concernent les conditions de dépôt auprès des établissements bancaires, le ratio de division des risques et certains ratios spécifiques aux fonds à règles d'investissement allégées.

[>> SOMMAIRE](#)

## > OICV - Comité permanent sur la gestion d'actifs (SC5)

Lors de la 26<sup>e</sup> conférence annuelle de l'OICV qui s'est déroulée à Hong Kong du 5 au 8 juin 2006, le comité permanent dédié à la gestion d'actifs (SC5) présidé par Hubert Reynier, secrétaire général adjoint de l'AMF, a poursuivi ses travaux sur la gouvernance des fonds d'investissement. Son rapport « *Examination of governance for Collective Investment Schemes* »,

qui pose un principe général de contrôle indépendant de la gestion des OPCVM, a été approuvé. Un second rapport intitulé « *Principles of governance for Collective Investment Schemes: Independent Criteria, Empowerment Conditions and Functions to be performed by the Independent Oversight Entities* » a été publié pour consultation publique pendant trois mois.

## > Atelier de réflexion de la Commission européenne sur le prospectus simplifié

À fin d'alimenter sa réflexion sur l'évolution du prospectus simplifié des OPCVM et dans le cadre de ses travaux plus vastes sur l'évolution du cadre communautaire de la gestion d'actifs, la Commission européenne a organisé un atelier de réflexion, le 15 mai dernier à Bruxelles, associant des représentants des investisseurs, des régulateurs, des producteurs et des distributeurs de fonds. Les débats ont permis de faire ressortir les avantages, mais aussi les carences du nouveau document, parfois trop long ou trop technique pour être véritablement utilisé comme un outil d'aide à la décision par les investisseurs.

Un consensus total entre les participants sur la nécessité de faire évoluer ce document vers un format plus synthétique et plus intelligible a pu être constaté. Les expériences menées dans différents États membres sur les informations clés et la façon de les présenter ont été discutées.

La Commission organisera une seconde session de cet atelier en juillet, plus précisément ciblée sur la marche à suivre et les questions opérationnelles à résoudre pour atteindre cet objectif commun de simplification.

[>> SOMMAIRE](#)

[www.iosco.org](http://www.iosco.org)

[>> SOMMAIRE](#)

## > Recommandations d'investissement émises par les journalistes financiers : nouvelles dispositions du règlement général de l'AMF

Les nouveaux articles 339-1 à 339-6 du règlement général de l'AMF, définissant le régime applicable aux recommandations émises par les journalistes non soumis au mécanisme d'autorégulation prévu par l'article L. 621-32 du code monétaire et financier, ont été homologués par arrêté ministériel du 10 mai 2006.

Ces nouvelles dispositions achèvent la transposition en droit français des textes Abus de marché, et notamment la directive d'application relative à la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts.

Les organes de presse qui adhéreront volontairement à une association professionnelle dédiée relèveront du code de bonne conduite élaboré par cette association et dont le respect sera placé sous le contrôle de celle-ci. Les organes qui n'auront pas adhéré à cette association seront soumis aux dispositions du règlement général de l'AMF.

[www.amf-france.org/styles/default/affiche\\_plan.asp?ldSec=4&ldRub=96&ldPlan=159&ld\\_Tab=0](http://www.amf-france.org/styles/default/affiche_plan.asp?ldSec=4&ldRub=96&ldPlan=159&ld_Tab=0)

[>> SOMMAIRE](#)

## > Restrictions applicables aux interventions des intermédiaires sur le marché en période d'offre publique

Le 12 avril dernier, l'AMF a publié un document précisant les restrictions applicables en période d'offre publique aux interventions pour compte propre des prestataires de services d'investissement qui participent à une offre comme conseil ou présentateur. Ces derniers sont soumis à un dispositif renforcé comportant, notamment, des restrictions générales sur les titres concernés par l'offre. Il est rappelé que le prestataire n'est autorisé à intervenir sur les titres

concernés par l'offre que dans le cadre de ses activités d'arbitrage, de tenue de marché et de couverture de risques de position, dans la mesure où ces interventions s'inscrivent dans la continuité de ses pratiques habituelles et relèvent d'équipes, de moyens, d'objectifs et de responsabilités distincts de ceux mobilisés pour l'offre publique.

[www.amf-france.org/styles/default/documents/general/6602\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/styles/default/documents/general/6602_1.pdf)

[>> SOMMAIRE](#)

## > Travaux du CESR-MIF sur la consolidation des données

Sur la base, d'une part, des réponses à la consultation menée au cours du mois d'avril 2006 et, d'autre part, de la réunion publique tenue le 6 avril sur la problématique de la consolidation des données de marché requise par la directive MIF, le CESR a décidé de poursuivre ses travaux en la matière au niveau 3. Le groupe de travail veillera dans un premier temps à avoir une meilleure connaissance des

supports, formats, protocoles et interfaces aujourd'hui utilisés par l'industrie pour la publication de ces données afin d'apprécier le niveau d'harmonisation ou de compatibilité des systèmes d'ores et déjà utilisés et agir, en tant que de besoin, comme catalyseur des différentes initiatives de l'industrie dans ce domaine.

Le groupe de travail cherchera également à parvenir à une convergence

## > La transposition de la directive MIF en France

La rédaction du projet de règlement général transposant la directive MIF est un chantier que l'AMF conduit en association étroite avec les professionnels des marchés. Une première phase de consultation publique devrait débuter dès que le contenu des mesures d'application de la directive sera stabilisé au plan européen.

À la suite des réunions de concertation sur les options de transposition organisées avec les associations professionnelles depuis septembre dernier, l'AMF a créé, en mai 2006, un groupe de Place chargé d'élaborer un avant-projet de Livre III du règlement général conforme à la directive.

Afin de pouvoir appréhender au mieux les conséquences de la règle de la « meilleure exécution », l'AMF a également souhaité recueillir l'avis des professionnels qui, au quotidien, auront à s'assurer du respect de cette règle. Un deuxième groupe présidé par Jean-Pierre Pinatton, membre du Collège, a donc été chargé de proposer des orientations sur les principales questions d'interprétation que soulève le texte. Les travaux devraient déboucher sur l'élaboration d'un document d'explication sur la mise en œuvre pratique de la règle de meilleure exécution.

[Pour en savoir plus sur la directive MIF :  
www.amf-france.org/documents/  
general/6905\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/6905_1.pdf)

[>> SOMMAIRE](#)

## POUR UNE « MEILLEURE RÉGULATION »

Depuis sa création, l'AMF a renforcé et systématisé le dialogue avec les professionnels et les investisseurs. Toutes les évolutions significatives de la réglementation sont préparées en concertation avec les professionnels et avec les investisseurs, que ce soit au travers de groupes de travail, de l'examen des projets de textes par les commissions consultatives de l'AMF, ou par leur mise en consultation publique sur Internet. Ces différentes innovations ont constitué une étape majeure dans le mode de gouvernance du régulateur. L'AMF a donc décidé de poursuivre aujourd'hui dans cette même voie, mais en changeant d'échelle. Elle entend placer le processus de consultation, fait de transparence et de dialogue, au centre même du dispositif de régulation, au travers de deux initiatives :

- la démarche de « meilleure régulation », qui consiste à réexaminer ses méthodes et ses outils d'intervention, au travers d'une vaste consultation publique ;
  - la publication de son programme de travail en matière de régulation, c'est-à-dire des principaux chantiers réglementaires à venir, notamment ceux imposés par la transposition de textes communautaires.
- Ces démarches parallèles et complémentaires répondent à l'exigence des professionnels et des investisseurs d'être des acteurs de la régulation, qui disposent d'une visibilité sur les projets du régulateur et participent directement à leur processus d'élaboration, tant il est vrai qu'une régulation est d'autant plus efficace qu'elle est intégrée par chacune des entités concernées.

## LA DÉMARCHE DE MEILLEURE RÉGULATION

La notion de « meilleure régulation » est depuis quelques années dans le débat public au niveau international, mais avec une acception parfois plus limitée que celle qui sous-tend l'initiative actuelle de l'AMF (voir encadré ci-contre).

Pour l'AMF, l'idée de « meilleure régulation » inclut bien évidemment l'analyse des coûts et des avantages liés à telle ou telle procédure ou décision du régulateur, mais elle est plus généralement la recherche d'une efficacité plus grande du modèle de régulation dans son ensemble. Le plan s'articule autour de :

- une démarche de réexamen de nos méthodes pour tendre à plus d'efficacité et mieux prendre en compte les contraintes et

les attentes des acteurs vis-à-vis de l'AMF ;

- un temps de réflexion et de prise de recul, en commun avec la Place et les investisseurs, sur le bilan de notre action et nos perspectives d'amélioration ;
- l'élaboration de modifications concrètes et opérationnelles de nos méthodes et de nos procédures ;
- la mise en place d'engagements réciproques entre la Place financière et l'AMF en vue d'une régulation équilibrée ;
- une approche qui vise l'ensemble du public de l'AMF : investisseurs, intermédiaires, sociétés de gestion, sociétés cotées et autres acteurs de marché régulés par l'AMF.

## *La notion de « meilleure régulation » dans le débat international*

*La notion de « meilleure régulation » est au départ une approche essentiellement développée par quelques-uns de nos grands voisins européens, consistant à soumettre le cadre de régulation (réglementation, doctrine, pratique) à une analyse critique portant sur la qualité des textes (clarté, concision, précision, etc.) ainsi que sur les coûts et l'impact de la régulation.*

*Le plus souvent, cette approche se traduit par l'exigence concrète d'une évaluation et donc d'une prise en compte des charges imposées à l'économie par la réglementation.*

*Une telle analyse, qui n'est pas que quantitative, est notamment menée par la FSA britannique et le régulateur néerlandais (AFM). Elle est également de plus en plus intégrée dans le cadre de pensée de la Commission européenne. Lors d'un accord inter-institutionnel intervenu en décembre 2003, les institutions européennes ont ainsi retenu le principe de « meilleure régulation » dans leur pratique législative. Dans le domaine des services financiers, le commissaire Mc Creevy*

*y fait régulièrement référence. Le Livre blanc de la Commission sur les services financiers, publié récemment, annonce que : « Toute nouvelle proposition de la Commission donnera lieu à des analyses d'impact. Ces analyses examineront chaque question et détermineront l'option la plus appropriée. Elles se concentreront sur les coûts et avantages économiques, sociaux et environnementaux au sens large et, le cas échéant, sur l'impact sur la stabilité financière, le bon fonctionnement des marchés et la protection des consommateurs ».*

*La nouveauté d'une telle démarche ne réside pas tant dans le principe, une analyse coûts-bénéfices étant toujours plus ou moins implicite dans l'intervention publique, que dans sa formalisation systématique.*

*En partenariat avec les professionnels et les investisseurs, l'AMF entend adopter une telle approche, à l'avenir, autant que possible, c'est-à-dire en évitant aussi l'écueil inverse d'une paralysie de l'action qui résulterait de la grande difficulté pratique à évaluer certains coûts ou impacts.*

## **LA MÉTHODE DE TRAVAIL DE L'AMF**

La démarche est structurée en trois phases distinctes :

- Une étude interne préalable a d'ores et déjà été menée au sein de l'AMF avec l'aide d'un consultant : elle a permis de faire émerger un diagnostic commun sur la nécessité du changement, d'établir les questions que l'AMF souhaite poser à la Place et aux investisseurs, et de formuler les premières propositions opérationnelles d'amélioration en provenance des collaborateurs de l'AMF.

- Actuellement, l'AMF procède à une consultation de la Place et des investisseurs sous différentes formes :

- > mise en consultation du 31 mai au 31 juillet 2006 d'un document de bilan et perspectives de la régulation française. Cette consultation permettra à l'AMF d'avoir un premier retour large sur le bilan de son action depuis sa création et sur les grands enjeux de l'adaptation au nouveau mode de régulation européen ;

- > entretiens menés à la demande de l'AMF par un cabinet de conseil : afin d'aborder dans le détail les progrès opérationnels envisageables et d'obtenir un retour de la part de la plus grande variété possible d'acteurs du marché ;

- > enquête auprès d'investisseurs individuels pour mieux appréhender leurs besoins en termes de documents d'information et de documents publicitaires : une grande partie du travail de l'AMF consiste à revoir la rédaction des documents destinés aux investisseurs et à les faire modifier lorsqu'elle l'estime nécessaire à la bonne information de ceux-ci. Afin de mieux calibrer son intervention en fonction des besoins réels des investisseurs, l'AMF souhaite tester auprès d'un panel représentatif d'épargnants la perception qu'ils ont de ces documents et mieux connaître l'utilisation qu'ils en font dans leur processus d'achat ou de souscription de produits d'épargne.

## **Un dialogue approfondi avec le marché**

- Au cours du deuxième semestre 2006, l'AMF procédera à l'analyse des réponses aux consultations et à la mise en œuvre opérationnelle du projet : elle constituera des groupes de travail associant des collaborateurs de l'AMF et des professionnels du marché pour la mise en œuvre des propositions résultant des différentes phases de consultation mentionnées.

## LES OBJECTIFS DU RÉGULATEUR

L'AMF et ses collaborateurs doivent au quotidien proportionner le mieux possible leurs exigences et les obligations imposées aux acteurs à leur impact en termes de protection de l'investisseur. L'efficacité du régulateur doit être mesurée au regard des objectifs de protection de l'épargne, de la bonne information des investisseurs, d'intégrité et de bon fonctionnement des marchés mais aussi de la pertinence des contraintes imposées aux acteurs de marché pour atteindre ces objectifs, dans un environnement de plus en plus concurrentiel.

## La recherche d'une efficacité accrue au bénéfice des professionnels et des investisseurs

Ce questionnement lui est imposé tant du côté des investisseurs que par les acteurs de marché. Du côté des investisseurs, la sophistication croissante des produits et les responsabilités de plus en plus lourdes qui pèsent sur chacun pour prendre les décisions de gestion de son épargne, obligent l'AMF à reconsidérer ses modes traditionnels d'intervention. À titre d'exemple, les véritables zones de risque pour l'épargnant, par exemple lors de la commercialisation des produits financiers, sont-elles convenablement appréhendées? Les documents revus par l'AMF et modifiés au nom de la bonne information de l'investisseur sont-ils lus et compris par celui-ci?

Du côté des acteurs de la Place, sociétés cotées, intermédiaires et gestionnaires d'actifs, l'intégration croissante du marché européen des services financiers (troisième version de la directive OPCVM, directive MIF, directive Prospectus, etc.), fait de la régulation un paramètre significatif pour les choix de localisation et d'organisation des activités, même s'il n'est bien évidemment pas le seul. L'une des priorités de l'AMF, dans la négociation et la transposition des textes européens, est donc d'assurer une parfaite égalité de concurrence entre les acteurs.

Ainsi, en charge de la mission de protection des investisseurs, le régulateur se doit de ne pas opposer d'obstacles inutiles à l'efficacité du secteur. Il s'agit donc d'intégrer à la stratégie de protection de l'épargne et de maintien de l'intégrité du marché l'accompagnement de la croissance et de la compétitivité de la Place de Paris, tant il est clair que, loin de s'opposer, la confiance des investisseurs et la qualité des prestations des infrastructures et des intermédiaires vont de pair, dans une dynamique « gagnant-gagnant ».

L'une des questions fondamentales que l'AMF et la Place doivent se poser est ainsi la détermination de l'arbitrage à effectuer entre les différentes formes d'intervention les plus adaptées aux problématiques de la production et de la commercialisation des valeurs mobilières et des produits financiers. Il faut aussi imaginer des solutions et des procédures fondées sur l'engagement réciproque, qui permettent au régulateur de démultiplier ses moyens d'action, et aux professionnels de s'impliquer plus directement dans la démarche de conformité, d'en devenir les acteurs davantage que les assujettis.

**Investisseurs et professionnels sont invités à participer au débat en répondant aux questions posées ou en faisant librement part de leurs vues sur ces sujets – le document est consultable sur le site de l'AMF.**

■ [www.amf-france.org/documents/general/7018\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/7018_1.pdf)

### À titre d'illustration, voici quelques extraits des questions posées par le document de consultation :

• *Quel est votre jugement sur l'exercice global de ses missions par l'AMF (protection de l'épargne, bonne information des investisseurs, bon fonctionnement et intégrité des marchés) depuis deux ans ?*

• *Quelles sont les attentes des investisseurs vis-à-vis de l'AMF ? Quels sont les points sur lesquels elle doit faire porter son effort en priorité de leur point de vue : le contrôle des documents mis à disposition des investisseurs, le contrôle des acteurs, les actions pédagogiques et de communication ?*

• *Comment améliorer la lisibilité de l'information financière (prospectus des OPCVM, prospectus des opérations financières, documents de référence, etc.) ?*

• *Sur quelles procédures les professionnels (sociétés cotées, sociétés de gestion, intermédiaires) sont-ils prêts*

*à prendre davantage la responsabilité de garantir la conformité de leur dossier à des normes prédéfinies, en contrepartie d'une instruction plus rapide des dossiers ? Quelles pourraient être les modalités d'un engagement réciproque sur ces procédures ?*

• *Quelles sont vos suggestions concrètes de simplification des procédures de l'AMF ?*

• *L'AMF doit-elle adapter davantage ses exigences à la taille des acteurs, ou au type de public visé par les produits ou les opérations considérées ? Dans quels domaines ?*

• *Dans quelle mesure peut-on déléguer aux associations professionnelles une partie de la régulation au travers de codes de conduite ?*

## UNE PROGRAMMATION PLURIANNUELLE ET TRANSPARENTE DES TRAVAUX DE RÉGULATION

L'AMF a décidé de publier son programme de travail en matière de régulation, au plan domestique comme à l'international, pour les deux prochaines années. Organisé autour des missions fondamentales du régulateur et des principes qui encadrent son action, ce programme est fondé en premier lieu sur une analyse des évolutions qu'enregistrent à la fois le marché, dans sa structure et son mode de fonctionnement, et l'environnement réglementaire qui le régit. Il définit ensuite sept objectifs généraux qui permettront à l'AMF d'évaluer l'efficacité de son action dans la durée. Ces différents objectifs y sont enfin déclinés par secteur d'activité : sociétés cotées, intermédiaires financiers, infrastructures de marché et gestionnaires d'actifs. Les différents travaux à accomplir d'ici fin 2007 sont repris dans un tableau synoptique annexé au programme.

Cette présentation, par sa clarté et son ambition raisonnablement planificatrice, vise à améliorer la lisibilité des futures initiatives du régulateur et les échanges qu'il souhaite entretenir avec la Place au cours des prochains mois. Cette publication illustre, en effet, le souhait général de l'AMF d'assurer la plus grande transparence possible sur les actions

qu'elle mène. Le programme a vocation à informer les acteurs de la Place sur les rendez-vous immédiats et à leur permettre de réagir et de dialoguer avec le régulateur sur les objectifs et le rythme mêmes des modifications réglementaires à réaliser à terme dans les différents secteurs concernés.

### Un instrument de planification pour rendre l'action de l'AMF plus lisible et évaluable dans la durée

Cette approche servira aussi de référence ultérieure. Elle permettra de faire le point périodiquement sur le degré d'avancement des travaux ou de réajuster, si nécessaire, les priorités et le calendrier des réformes, en concertation avec le marché. La réalisation de ce plan de travail fera, *in fine*, l'objet d'une évaluation par l'AMF au regard de ses principes et selon un certain nombre de critères d'efficacité.

Ce document a donc vocation à être à la fois un outil de travail pour la Place, pour lui permettre de se préparer d'ores et déjà aux différents chantiers réglementaires futurs, et un outil de dialogue avec elle.

Le programme de travail de l'AMF est consultable sur le site Internet :

[www.amf-france.org/documents/general/6711\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/6711_1.pdf)

### Quelques sujets par secteur d'activité

Sociétés cotées	Intermédiaires et infrastructures de marché	Gestion d'actifs
Transposition des directives OPA et Transparence	Transposition de la directive MIF	Livre blanc sur la gestion d'actifs attendu au 4 <sup>e</sup> trimestre 2006
Transposition des futures directives comptables et audit	Transposition de la directive sur la lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme	Travaux sur le cadre réglementaire de la fonction dépositaire des OPCVM
Mise en œuvre des recommandations sur l'exercice des droits de vote	Réflexion globale sur la commercialisation des produits financiers	Mise en place de la réglementation sur les OPC
Élaboration d'un référentiel commun en matière de contrôle interne	Suites du rapport sur l'analyse financière indépendante	Lancement de l'Institut pour l'éducation financière du public

## L'analyse financière indépendante : vers la création d'un « label AMF »

JEAN DE DEMANDOLX DEDONS

Jean de Demandolx Dedons, membre du Collège de l'AMF, a présidé le groupe de travail sur l'analyse financière indépendante. Il en rappelle les objectifs et commente la mise en œuvre à venir des recommandations de son rapport, au travers d'une modification du règlement général de l'AMF.

JEAN DE DEMANDOLX DEDONS,  
membre du Collège de l'AMF



**> Pouvez-vous nous rappeler quelle était la mission du groupe de travail sur l'analyse financière indépendante ?**

**Jean de Demandolx Dedons :**

Ce groupe de travail, créé en décembre 2004, avait pour objectif, tout d'abord, de dresser un état des lieux en France et à l'étranger des expériences en la matière et d'apprécier la demande des investisseurs et gestionnaires en ce domaine. Il devait ensuite contribuer à mieux appréhender et définir la notion d'analyse financière indépendante, et, enfin, réfléchir aux évolutions réglementaires susceptibles d'encourager son développement dans des conditions économiques viables. Il a rendu ses conclusions en juillet 2005, formulant notamment huit recommandations en vue d'un nouvel essor de l'analyse financière indépendante sur le marché français.

**> Quelle approche avez-vous retenue par rapport à d'autres expériences étrangères ?**

**J. D. D. :** À l'étranger, ce domaine est à l'honneur, aux États-Unis et au Royaume-Uni principalement, où un certain nombre d'études et d'expériences dignes de considération ont été conduites. Celles-ci ont porté notamment sur le financement par redistribution des amendes infligées à certains brokers-dealers et un système de commissions permettant un choix plus ouvert d'analyses par les gestionnaires d'actifs. Aussi bien l'AMF a-t-elle considéré ne pas pouvoir rester à l'écart de ce mouvement international en faveur d'une renaissance souhaitable de l'analyse financière indépendante.

**> La question du financement semble avoir été une question primordiale du groupe de travail. Pouvez-vous nous en dire un peu plus ?**

**J. D. D. :** Le groupe de travail a constaté que le financement de l'analyse financière par les investisseurs ne suit pas toujours un processus

rationnel et transparent. Il est assuré, dans la plupart des cas, par le versement de commissions globales de courtage au profit du *sell side*, ou par les commissions de gestion pour le *buy side*, sans identification plus précise du coût de la prestation d'analyse. Dès lors, concernant le financement de l'analyse financière indépendante, le groupe de travail a préconisé deux solutions complémentaires :

- premièrement, à l'exemple du système récemment mis en place au Royaume-Uni, l'idée d'un paiement de l'analyse financière selon le mode de la commission de courtage à facturation « partagée » a été avancée. Il s'agit de scinder la commission de courtage entre la prestation d'exécution de l'ordre de bourse et la prestation d'analyse financière. Sur la base de cette facturation analytique plus claire, la partie de la commission payée pour le service d'analyse au courtier pourrait être à son tour rétrocédée à un bureau d'analystes financiers indépendants sur instructions du donneur d'ordre ;
- deuxièmement, est proposée la mise en place d'un système mutualisé de financement de l'analyse financière par les sociétés cotées petites ou moyennes, qui souhaiteraient y participer sur une base volontaire.

**> Où en est la mise en œuvre de ces recommandations ?**

**J. D. D. :** Il est prévu à court terme de préciser la notion d'« indépendance » dans le règlement général de l'AMF, de façon à créer un statut spécifique pour cette profession et organiser l'agrément d'associations professionnelles représentant les analystes financiers indépendants. Par ailleurs, la mise en place d'un système mutualisé de financement de la recherche par les sociétés cotées fait l'objet actuellement de travaux de place au niveau des associations professionnelles concernées. Enfin, l'AMF souhaite que les modifications à venir intègrent l'autorisation réglementaire des commissions de courtage

à facturation partagée. Sur ce dernier point l'AMF a laissé au dialogue interprofessionnel la possibilité de se développer avant d'envisager les aménagements réglementaires que nécessite la mise en œuvre de cette recommandation. Une approche de ce type est d'autant plus indispensable que, tant pour les intermédiaires que pour les sociétés de gestion, il est important d'éviter un cadre divergent de celui appliqué au Royaume-Uni, compte tenu du caractère international de leur activité.

**> Quelles sont les prochaines étapes ?**

**J. D. D. :** L'AMF a élaboré une série de modifications de son règlement général pour inclure les conclusions du groupe de travail. Elles seront mises en consultation publique au cours des prochaines semaines et validées définitivement avant l'automne 2006.

Rapport du groupe de travail (juillet 2005) :  
[www.amf-france.org/documents/general/6158\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/6158_1.pdf)

Synthèse des réponses (décembre 2005) :  
[www.amf-france.org/documents/general/6420\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/6420_1.pdf)

**JEAN DE DEMANDOLX DEDONS**

Jean de Demandolx Dedons a été nommé au Collège de l'AMF en novembre 2003. Il a débuté sa carrière au sein de la Chase Manhattan Bank à New York et à Paris où il a occupé pendant dix ans différentes fonctions, dont celle de directeur des gestions. Il a par la suite intégré JP Morgan Paris, banque pour laquelle il fut directeur général adjoint gestion-bourse.

Il a créé sa propre société de gestion de patrimoine J. de Demandolx & Associés et sa propre société de gestion de portefeuille agréée J. de Demandolx Gestion SA en 1989.

Jean de Demandolx Dedons est diplômé de l'ESSEC (1963). Il est également titulaire d'un MBA de la Harvard Business School (1967).

## LE CONSEIL SCIENTIFIQUE DE L'AMF

Le Conseil scientifique de l'AMF a tenu son premier colloque le 15 mai 2006 à Paris, sur le thème du risque financier porté par les ménages. La session du matin avait pour but d'identifier les grands risques pesant sur les marchés financiers et, ce faisant, sur l'ensemble des investisseurs. Sur le plan conjoncturel, les intervenants ont insisté sur le risque de voir apparaître une bulle sur certains prix d'actifs financiers, dans un contexte d'expansion très importante de la liquidité mondiale. Sur un plan plus structurel, le vieillissement démographique devrait induire des inflexions importantes des taux d'épargne et des taux de croissance économique, avec des effets probablement significatifs sur les marchés financiers. De même, l'essor de la gestion collective et le développement de l'innovation financière ont contribué à exposer les investisseurs à des risques auxquels ils étaient peu familiers.

La session de l'après-midi a permis d'aborder les questions du comportement de placement financier des ménages et de la protection de l'épargne. Les intervenants ont convergé sur la nécessité de mener une réflexion sur l'évolution désirable de l'offre de produits d'épargne ainsi que sur le rôle des différents acteurs en matière de conseil en investissements financiers et d'allocation d'actifs. De la même manière, l'éducation financière doit faire l'objet d'une politique volontariste, tant les connaissances financières des ménages sont insuffisantes au regard des décisions d'épargne qu'ils ont à assumer. Les intervenants ont toutefois rappelé que, pour être efficaces, les actions des régulateurs comme celles des acteurs privés devaient être particulièrement bien adaptées aux besoins et caractéristiques propres des différents publics concernés.

Les diaporamas du Colloque sont disponibles sur le site de l'AMF ([www.amf-france.org/styles/default/documents/general/6916\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/styles/default/documents/general/6916_1.pdf)).

[>> SOMMAIRE](#)

## B L O C - N O T E S

### > L'agenda de l'AMF

<b>JUILLET 2006</b>
Consultation sur les propositions des groupes de travail Transparence
<b>JUILLET 2006</b>
Consultation sur la mise en œuvre du rapport AMF sur l'analyse financière indépendante
<b>JUILLET 2006</b>
Adoption du règlement général de l'AMF relatif aux offres publiques d'acquisition
<b>31 JUILLET 2006</b>
Fin de la consultation AMF sur le document pour une « meilleure régulation »
<b>SEPTEMBRE 2006</b>
Consultation sur les propositions des groupes de travail MIF
<b>OCTOBRE 2006</b>
Consultation sur un référentiel de procédures de contrôle interne relatives à l'élaboration et au traitement de l'information financière et comptable
<b>30 NOVEMBRE 2006</b>
Les Entretiens de l'AMF
<b>20 JANVIER 2007</b>
Date limite de transposition de la directive Transparence
<b>31 JANVIER 2007</b>
Date limite de transposition de la directive MIF
<b>15 MARS 2007</b>
7 <sup>e</sup> Journée d'information des responsables du contrôle des services d'investissement, du contrôle interne et de la déontologie

### > L'actualité internationale des régulateurs

**19 octobre 2006:** Réunion Plénière du CESR**13-17 novembre 2006:** Conférence du Comité technique de l'OICV[>> SOMMAIRE](#)

#### LA LETTRE DE LA RÉGULATION FINANCIÈRE

> **Directrice de la publication:** Charlotte Judet > **Directeur de la rédaction:** Hubert Reynier > **Contacts:** Service de la communication. Tél.: 01 53 45 60 25. E-mail: [contact@amf-france.org](mailto:contact@amf-france.org)  
 > **Conception, réalisation:** publishing, 20, rue des jardins, 92600 Asnières. Tél.: 01 41 11 65 45 > **ISSN:** 1779-4625 > **Photos:** Cyrille Dupont > **Illustration:** Bod'Z > **Imprimé** en Europe.

La Lettre de la régulation financière offre une vue d'ensemble et non exhaustive des principaux sujets de régulation en cours. Elle ne se substitue pas à la lecture des textes de référence en la matière.