

CHAPITRE

2

La régulation et la coopération internationales

1 > L'action de l'AMF au sein des organisations internationales	69
2 > La coopération en matière d'information financière, de comptabilité et d'audit	75
3 > La coopération en matière d'intermédiaires et d'infrastructures de marché	87
4 > La coopération en matière de gestion d'actifs	94
5 > La coopération en matière de surveillance et de discipline des marchés	98

Dans un contexte d'internationalisation accélérée des produits et des marchés en 2006, accompagné d'un mouvement de concentration des entreprises et des infrastructures de marché, le cadre juridique de la régulation financière intègre une dimension européenne et internationale croissante.

La complexité du processus d'élaboration de la réglementation impose au régulateur un réexamen régulier de ses méthodes de travail afin de rester en mesure de faire prévaloir les principes d'intégrité du marché, de protection et d'information des investisseurs qui guident son action, tout en assurant aux acteurs du marché français des conditions optimales d'exercice de leurs activités dans le cadre d'une concurrence mondialisée.

L'Autorité des marchés financiers s'attache ainsi à prendre une part aussi active que possible aux travaux des différentes instances internationales, telles que le Forum de la stabilité financière (FSF), l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV ou IOSCO en anglais), ou le Comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières (CESR). Elle s'attache également à défendre sa conception de la régulation auprès des institutions de l'Union européenne – Commission et Parlement européens –, des associations professionnelles françaises et internationales, ainsi que des centres de recherche.

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

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

- au sommet, le Forum de la stabilité financière (FSF) assure une mission générale de veille et s'attache à la cohérence des travaux internationaux en matière financière. Le FSF a renforcé son rôle d'instance d'échange et de dialogue, d'impulsion et de coordination de la politique globale en matière de stabilité financière et de régulation des marchés. Articulant la relation entre instances gouvernementales, superviseurs et organisations internationales, il facilite la coordination de leurs actions respectives et favorise la prise en compte par les autorités gouvernementales des travaux des régulateurs ;
- vient ensuite l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), pour ce qui concerne le domaine de la régulation des marchés financiers. C'est l'organisation qui fixe les principes généraux de la régulation financière et qui promeut la coopération internationale. Son rôle central a été renforcé à la suite des faillites frauduleuses du début des années 2000, qui ont montré la nécessité d'une plus grande harmonisation et d'une plus grande coopération internationales ;
- le *Joint Forum* qui rassemble des membres de l'OICV, du Comité de Bâle et de l'Organisation internationale des régulateurs d'assurances permet, pour sa part, d'articuler le traitement des sujets entre les trois secteurs de régulation des banques, des assurances et des marchés financiers, et contribue ainsi à la cohérence globale ;
- enfin, au plan régional, le CESR rassemble les régulateurs de marché des États parties à l'accord sur l'Espace économique européen¹. Il a une mission de conseil auprès de la Commission

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

européenne et coordonne l'action des régulateurs en vue d'assurer une mise en œuvre harmonisée et convergente de la législation communautaire. Ses travaux, comme ceux de la Commission européenne, s'inscrivent dans le cadre des principes généraux de l'OICV.

A > Le Forum de la stabilité financière

Fondé à la suite de la crise asiatique de 1998, ce forum réunit les représentants des Ministres des finances, les gouverneurs de Banques centrales et les Présidents des régulateurs de valeurs mobilières, des banques et des assurances des pays du G8 élargi, auxquels se joignent les représentants des institutions financières internationales ainsi que des organisations internationales de régulateurs. Il contribue à l'évaluation des risques pesant sur la stabilité financière.

En 2006, Mario Draghi, Gouverneur de la Banque d'Italie, a succédé à Roger W. Ferguson Jr à la présidence du FSF.

De façon générale, s'agissant du système financier international et de ses vulnérabilités, le FSF a noté qu'un travail supplémentaire restait nécessaire pour mettre en œuvre les recommandations du *Counterparty Risk Management Group II*, notamment sur les risques opérationnels et les questions de transparence dans le domaine des dérivés de crédit. Il a invité les intermédiaires à renforcer leurs méthodes de gestion des risques, en particulier dans les projections qu'elles font pour leurs scénarios de crises. Il a également indiqué que des efforts devraient être consacrés à l'amélioration des infrastructures de certains segments de marché en pleine expansion, et il a plus spécifiquement rappelé l'importance de procédures de valorisation fiables pour les produits non liquides ou complexes.

En termes d'actions, le FSF a notamment fait porter ses travaux, en 2006, sur les enjeux de régulation des *hedge funds*, sur l'amélioration de l'efficacité de la réglementation, sur les pratiques des organismes de normalisation internationale, sur les plans de continuité économique en cas de crise, ainsi que sur les normes internationales de comptabilité et d'audit. Il a, par ailleurs, poursuivi son action de normalisation des rapports avec les juridictions non coopératives.

S'agissant des pratiques des organismes de normalisation internationale, le FSF présente désormais sur son site internet les principales initiatives internationales de normalisation, accompagnées du calendrier de mise en œuvre.

Concernant les plans de continuité en cas de crise, le FSF a rappelé la nécessité d'évaluer en amont les impacts possibles d'une crise sur les systèmes financiers, d'établir des plans de continuité pour les institutions publiques elles-mêmes et de renforcer la communication et la coordination interinstitutionnelle. À cet égard, le FSF a salué la publication en août du rapport du *Joint Forum* sur les grands principes de sauvegarde de la continuité économique (*Crisis Management, Business Continuity*). Le forum a également organisé, en novembre, avec les autorités britanniques, un atelier qui a permis aux différentes autorités de confronter leurs expériences et d'identifier les zones où la communication transfrontière pourrait être améliorée.

Sur les questions de normes comptables et d'audit, le FSF a de nouveau souligné l'importance d'harmoniser ou de faire converger au plan mondial les normes comptables, d'éliminer les travaux de retraitement et d'assurer une mise en œuvre et une interprétation constantes des normes comptables internationales ainsi que des normes d'audit. À cet égard, le FSF, l'*International Accounting Standards Board* (IASB), l'*International Federation of Accountants* (IFAC) et la Banque mondiale se sont réunis en février 2006 afin d'échanger leurs vues en la matière.

Les membres du FSF ont néanmoins exprimé leur inquiétude au regard de certains incidents ayant soulevé des interrogations sur les contrôles qualité au sein des grands cabinets d'audit. Le FSF s'est également inquiété de la concentration, pour les grandes sociétés, des services de contrôle dans les quatre plus grands cabinets mondiaux. Souhaitant promouvoir une plus grande qualité dans les travaux d'audit, les membres du FSF ont créé un forum international de régulateurs, l'*International Forum of Independent Audit Regulators*. Enfin, en matière comptable, l'année 2006 a été marquée par la publication, en mai, du premier rapport du *Public Interest Oversight Board* (PIOB).

Enfin, et en ce qui concerne les juridictions non coopératives², le sous-groupe, constitué à la suite de la réunion de Tokyo en 2005, a continué à suivre les activités des différentes organisations internationales de régulateurs et pris acte des progrès accomplis par l'OICV dans son dialogue avec les juridictions identifiées.

Le Président de l'AMF a assisté aux deux réunions tenues en 2006, en tant que Président du Comité technique de l'OICV.

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

L'OICV, créée en 1983, compte 180 membres (108 ordinaires + 62 affiliés + 10 associés). Le Comité des Présidents est l'organe plénier qui adopte, notamment, les résolutions et décisions stratégiques de l'organisation.

Le Comité exécutif dirige le fonctionnement de l'organisation au quotidien sous l'impulsion du Comité des Présidents. Le Comité exécutif est présidé par la Présidente de la Commission de Nouvelle-Zélande, Jane Diplock, son vice-Président est le Président de la CSRC chinoise, Shang Fullin.

Le Comité technique (composé des quinze autorités représentant les marchés les plus développés et internationalisés) examine les principaux sujets de régulation internationale des marchés de valeurs mobilières et des marchés de dérivés et élabore des standards ou recommandations. Michel Prada en assure la présidence pour deux ans et Roel Campos, Commissaire de la SEC (États-Unis), la vice-présidence.

Le Comité technique s'appuie notamment sur cinq groupes de travail (*Standing Committees*) permanents :

- le SC1 « *Multinational Disclosure and Accounting* », chargé des questions relatives à l'information financière et comptable ;
- le SC2 « *Regulation of Secondary Markets* », chargé des questions relatives à la régulation des marchés secondaires ;
- le SC3 « *Regulation of Market Intermediaries* », chargé de la régulation des intermédiaires de marché ;
- le SC4 « *Enforcement and Exchange of Information* », chargé des questions relatives au respect des lois et des règlements et à l'échange d'informations ;

² Voir Rapport annuel 2005, p. 44.

- le SC5 « *Investment Management* », chargé des questions liées à la gestion d'actifs, actuellement présidé par l'Autorité des marchés financiers.

Le Comité technique fait également appel à des « *task forces* » sur des sujets spécifiques, notamment sur les sujets relatifs à l'audit et au gouvernement de l'entreprise (indépendance des administrations, protection des actionnaires minoritaires).

Le Comité technique de l'OICV a, en 2006, entamé une réflexion méthodologique relative à la définition de son programme de travail. Le principe est de définir des priorités, en s'appuyant tant sur les travaux des *Standing Committees* que sur les vues des membres du Comité technique. Le Comité technique a ainsi, sur cette base, publié en février 2007 un premier programme de travail qui aura vocation à ouvrir un dialogue structuré avec l'industrie sur les priorités en matière de travaux internationaux dans le domaine des marchés financiers.

Le Comité des marchés émergents a en charge la promotion et le développement de l'efficacité des marchés de valeurs mobilières et de dérivés des pays émergents, par la mise en place de standards, l'organisation de programmes de formation pour le personnel des autorités de régulation membres et le transfert de technologie et d'expertise. Il est présidé par M. Damodaran, Président du *Securities and Exchange Board of India* et son vice-Président est M. Bassam K. Saket, Président de la *Jordan Securities Commission*.

L'OICV a continué à mettre en œuvre son plan stratégique adopté à la conférence de Colombo en 2005, dont l'objectif principal est de parvenir à faire signer un mémorandum multilatéral d'échange d'informations (MMOU) par l'ensemble des membres de l'OICV d'ici à 2010. Il comporte, en outre, un développement des programmes de formation destinés aux marchés émergents, qui visent à renforcer la mise en œuvre des standards internationaux.

C > Le Joint Forum

Le *Joint Forum* est composé de représentants de l'OICV (secteur des valeurs mobilières), de l'IAIS (secteur des assurances) et du Comité de Bâle (secteur bancaire).

En 2006, le *Joint Forum* a publié un rapport intitulé *Regulatory and Market differences: Issues and Observation*, qui analyse, principalement du point de vue de la régulation prudentielle et du contrôle interne, les différences dans la régulation des intermédiaires des trois secteurs. Le *Joint Forum* a également publié un rapport intitulé *High Level Principles for Business Continuity* qui établit des principes communs sur les plans de continuité d'activité en cas de crise.

Le *Joint Forum* a initié une réflexion relative à la gestion de la concentration des risques au sein des intermédiaires. Une première phase devrait permettre d'analyser en détail la perception et la définition de la concentration des risques. Dans une deuxième phase, le *Joint Forum* devrait étudier les mécanismes mis en place au sein des firmes pour assurer cette gestion et analyser le degré de cohérence entre les secteurs.

Par ailleurs, les travaux du *Joint Forum* se poursuivent sur le mandat relatif à l'analyse des règles applicables aux différents secteurs en matière de commercialisation des produits, en particulier les obligations de connaissance du client et d'adaptation des conseils à son profil et ses objectifs. La première phase du mandat a consisté en une étude des différences entre secteurs.

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

L'AMF participe à l'ensemble des groupes de travail ou groupes d'experts permanents du CESR et préside, d'ailleurs, deux d'entre eux. Elle a, en outre, détaché deux de ses collaborateurs auprès du CESR.

À la fin de 2005, le CESR avait confié au Président de l'AMF la présidence d'un groupe dit « *Priorities Task Force* » ayant pour mission de faire des propositions sur les nouvelles priorités du CESR. Jusqu'à alors très sollicité par la Commission européenne dans l'élaboration des directives, le CESR est en effet entré dans une phase d'approfondissement des échanges entre ses membres afin de favoriser la convergence et la mise en œuvre harmonisée de cette nouvelle réglementation communautaire. Au printemps 2006, le groupe a présenté ses conclusions et proposé une méthodologie visant à favoriser les échanges entre les services opérationnels des membres du CESR sur les difficultés concrètes liées à l'application des directives, particulièrement dans les cas d'opérations ou de prestations transfrontières. À ce titre, le Secrétaire général de l'AMF a présidé un groupe d'experts, dont le mandat était de formuler des lignes directrices de niveau 3³ relatives à l'information obligatoire prévue par les mesures d'application de la directive Prospectus.

Le groupe de travail a également proposé de renforcer la capacité du CESR à évaluer la convergence des pratiques réglementaires. L'AMF a ainsi été chargée d'élaborer le protocole définissant les missions et les pouvoirs du *Review Panel*.

Enfin le rapport propose des critères pour établir un programme de travail qui prenne en compte les priorités de la régulation en Europe.

En outre, et en réponse aux conclusions de l'Ecofin de mai 2006, l'ambition des régulateurs est de créer une culture commune de régulation. Michel Prada, Président de l'AMF, a été chargé de présider un groupe composé de représentants des trois comités de niveau 3 (le CEBS⁴, le CEIOPS⁵ et le CESR) pour étudier la faisabilité du développement de programmes de formation transsectoriels communs à tous les régulateurs et superviseurs financiers en Europe. Un comité de pilotage commun à ces trois comités a été constitué au premier trimestre 2007.

E > Les relations avec les institutions communautaires

L'AMF s'emploie à faire valoir sa conception de la régulation financière auprès des institutions de l'Union européenne – la Commission et le Parlement européens – et des associations professionnelles. Cette participation se fait en coordination avec le Ministère des finances – la Direction générale du Trésor et de la politique économique (DGTPE) – et les autres autorités françaises.

Les contributions de l'AMF aux travaux de la Commission dans plusieurs domaines, tels que le droit des sociétés et le gouvernement d'entreprise, la concurrence dans le *post*-marché ou encore la gestion d'actifs lui ont permis d'établir un dialogue régulier en plus des rencontres

3 Le « *processus Lamfalussy* » distingue trois niveaux de normes européennes. Niveau 1 : directive cadre adoptée par le Parlement européen et la Commission. Niveau 2 : directive d'application ou mesures techniques d'application adoptées par la Commission seule. Niveau 3 : mesures d'harmonisation, normes ou standards communautaires adoptés par les Comités européens spécialisés d'où l'appellation « comité de niveau 3 » attribuée au CESR, au CEBS et au CEIOPS.

4 Committee of European Banking Supervisors.

5 Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors.

avec les représentants des institutions et les parlementaires européens. De même, l'AMF a rédigé une contribution sur l'évaluation du Plan d'action pour les services financiers, dans le cadre de laquelle elle a salué le succès du processus Lamfalussy. L'AMF a ainsi répondu, en juillet 2006, aux rapports publiés par les groupes d'experts nommés par la Commission.

Les liens avec la Commission européenne ont été illustrés par la participation du Commissaire européen pour le Marché intérieur et services, Charlie McCreevy, aux Entretiens de l'AMF le 30 novembre 2006, sur le thème des enjeux à venir pour la Place de Paris.

Au cours de l'année 2006, le Président de l'AMF, au titre de sa présidence du Comité technique de l'OICV, ainsi que Jacques Delmas-Marsalet, membre du Collège, au titre de son rapport sur la commercialisation des produits financiers, ont été auditionnés par la Commission des affaires monétaires et économiques du Parlement européen.

Enfin, l'AMF a intensifié ses échanges bilatéraux avec ses principaux homologues afin de définir des positions communes en amont des discussions au sein des instances communautaires.

À l'initiative de l'AMF, des journées d'échanges ont été organisées avec les responsables de la régulation du Royaume-Uni, du Luxembourg et des Pays-Bas. Elles ont été l'occasion de passer en revue les dossiers d'intérêt commun en cours au niveau communautaire et d'entrer dans le détail de l'organisation du marché et des acteurs de la gestion d'actifs dans les différents pays. Les singularités en la matière sont souvent à l'origine des divergences de position dans les enceintes internationales et le processus de recherche d'un consensus est facilité par cet approfondissement de la connaissance réciproque des enjeux nationaux avec nos partenaires.

Avec la FSA britannique, les débats ont porté sur la mise en œuvre de la directive MIF, de la directive Transparence et sur les évolutions du cadre réglementaire de la gestion d'actifs. Avec l'*Autoriteit Financiële Markten* (AFM) néerlandaise, les débats se sont surtout concentrés sur la commercialisation des produits de gestion collective et sur l'information des souscripteurs, tandis qu'avec la Commission de surveillance du secteur financier (CSSF) luxembourgeoise, ce sont davantage les modèles de supervision opérationnelle qui ont été évoqués.

F > La coopération des régulateurs d'Euronext

À la suite du projet de rapprochement du NYSE (*New York Stock Exchange*) et d'Euronext, annoncé le 4 août 2006, le Comité des Présidents des régulateurs d'Euronext a constitué une *Task Force* interne dédiée à l'examen de ce dossier, qui a abouti à la signature d'un accord de coopération (MOU) le 25 janvier 2007. Ces travaux sont présentés au chapitre IV du présent rapport.

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

A > Les travaux de l'OICV relatifs à un prospectus d'émission transfrontière d'obligations destinées à des particuliers

En 2005, le *Standing Committee* n° 1 (SC1) de l'OICV finalisait la première rédaction d'un document intitulé *International Disclosure Principles for Cross-Border Offerings and Listings of Debt Securities by Foreign Issuers*. À la suite d'une consultation publique, un nouveau projet de document tenant compte pour partie des commentaires formulés a été rédigé. Ce document a été approuvé par le Comité technique en février 2007.

Ces principes s'appliquent uniquement aux schémas de prospectus relatifs aux obligations dites *plain vanilla* destinées à des investisseurs particuliers dans le cas d'une opération transfrontière, et dont l'émetteur demande la cotation sur un marché réglementé qui n'est pas celui du pays dans lequel il est enregistré.

Ce schéma devrait servir de base aux processus de reconnaissance d'un prospectus établi par un émetteur d'un pays n'appartenant pas à l'Union européenne tels que prévus par l'article 20 de la directive Prospectus et pour autant que le niveau d'information soit au moins équivalent à celui du schéma européen.

Ce document s'inscrit dans le prolongement du document relatif aux actions, établi par l'OICV en septembre 1998.

Par rapport au règlement européen 809/2004/CE du 29 avril 2004 relatif au contenu d'un prospectus établi dans le cadre de la directive 2003/71/CE, le schéma proposé par l'OICV requiert des éléments d'information supplémentaires, notamment l'inclusion :

- d'une table de capitalisation et d'endettement ;
- d'une information relative aux disponibilités en capital et aux liquidités dont dispose l'émetteur pour faire face à ses engagements ;
- d'une information quant aux conditions pouvant entraîner une restriction significative de l'utilisation ou de la disponibilité des liquidités de la société ;
- d'une information sur les opérations avec les parties liées ;
- d'une information sur les activités de recherche de l'émetteur, les licences dont il dépend et les biens immobiliers (usines, bâtiments à usage commercial, etc.) dont il dispose.

Le nombre d'années de comptes à produire est laissé à l'appréciation des régulateurs.

B > La directive Prospectus

Publiée au Journal officiel de l'Union européenne (JOUE) le 31 décembre 2003, la directive Prospectus a été transposée en France par la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie dite « loi Breton ». Les modifications du règlement général de l'AMF liées à sa transposition ont été homologuées par arrêté du 1^{er} septembre 2005 et sont applicables depuis le 9 septembre 2005.

Un groupe de contact entre régulateurs a été mis en place par le CESR en septembre 2005 afin de faciliter le fonctionnement du passeport et de veiller à la mise en œuvre harmonisée de la directive au sein des États membres de l'Union européenne (ci-après « groupe de contact Prospectus »).

Ce groupe de contact s'est ainsi réuni à trois reprises en 2006, sous la présidence de l'AMF.

Les travaux du groupe ont permis l'adoption d'une première série de positions communes sur différents sujets liés à la mise en œuvre de la directive et de son règlement d'application. Ces positions ont été publiées sur le site internet du CESR le 18 juillet 2006 sous la forme d'une liste de questions-réponses⁶, dont l'utilité a été reconnue par de nombreux professionnels. Ce document apporte des précisions et des éclaircissements, notamment sur :

- le champ d'application de la directive (traitement des offres gratuites et des options accordées aux salariés des sociétés cotées, calcul du seuil de 2,5 millions d'euros, application de la dispense de prospectus pour l'admission d'actions résultant de la conversion ou de l'échange d'instruments financiers) ;
- le contenu des prospectus (langues acceptées pour les documents incorporés par référence, ordre de présentation des informations, schéma applicable à certains types d'instruments financiers, présentation des informations financières historiques, inclusion des prévisions de résultat et des informations financières intermédiaires) ;
- le choix de l'autorité compétente pour les sociétés cotées dont le siège est situé dans un pays tiers.

Cette liste de questions-réponses a été complétée, le 16 février 2007, par de nouvelles positions adoptées par le groupe de contact et portant essentiellement sur :

- la publication des prospectus dans les États membres d'accueil ;
- des précisions concernant l'information financière historique à inclure dans le prospectus lorsque la société concernée a moins d'un an d'existence ;
- la responsabilité des traductions des prospectus ayant fait l'objet d'un passeport ;
- l'interprétation de la dispense de prospectus pour l'admission de titres résultant notamment de la conversion ou de l'échange d'autres instruments financiers ;
- la mise à jour des prospectus et leur durée de validité.

En parallèle à ces discussions, le groupe de contact Prospectus participe activement à l'exercice d'évaluation de la mise en œuvre de la directive lancé par la Commission européenne et le CESR en fournissant un certain nombre de statistiques portant notamment sur le nombre de prospectus approuvés par chaque autorité compétente et le nombre de passeports reçus et notifiés aux autres autorités compétentes.

6 Réf. : CESR/06-296d.

C > La directive Transparence

La 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 a été publiée au Journal officiel de l'Union européenne le 31 décembre 2004. Entrée en vigueur le 20 janvier 2005, la fin de son délai de transposition est intervenue le 20 janvier 2007.

1 > La présentation de la directive

Cette directive complète le dispositif prévu par les directives Abus de marché et Prospectus en harmonisant les exigences d'information périodique et permanente des sociétés dont les instruments financiers sont négociés sur un marché réglementé ainsi que les obligations de déclaration des franchissements de seuils des actionnaires de ces sociétés.

La directive étant d'harmonisation minimale, l'État membre d'origine peut imposer des obligations plus strictes aux sociétés et actionnaires relevant de sa compétence.

La directive introduit la notion d'information réglementée qui est définie comme regroupant les informations suivantes :

- les informations que les émetteurs sont tenus de publier en vertu de la directive ;
- les obligations d'information supplémentaire exigée par les États membres d'origine ;
- les informations privilégiées, dont la publication est exigée par la directive Abus de marché.

2 > La publication des informations réglementées

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

- diffusée activement par les sociétés, et non par simple mise en ligne sur leur site internet, au moyen de médias permettant une diffusion efficace dans l'ensemble de l'Union européenne (art. 21) ;
- déposée auprès de l'autorité compétente de l'État membre d'origine (art. 19) ;
- transmise à un site internet centralisé d'archivage (art. 21), lequel doit être mis en place par chaque État membre (art. 21).

D'autres informations, par exemple les projets de modification des statuts, doivent également être déposées auprès de l'autorité compétente de l'État membre d'origine (art. 19).

3 > La mise en œuvre de la directive

a) Les mesures d'application

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

En termes d'élaboration des mesures d'application, la Commission a saisi les États membres d'un projet de directive d'application de la directive Transparence⁷. Préparé sur le fondement du premier avis rendu par le CESR le 30 juin 2005, à l'élaboration duquel les services de l'AMF avaient contribué, le projet traite des mesures d'application de la directive en matière de déclarations de franchissement de seuil, de diffusion de l'information réglementée, de revue des comptes semestriels par les auditeurs et d'équivalence. Au cours de l'année 2006, divers avant-projets de textes successifs ont été soumis pour discussion au CEVM (Comité européen des valeurs mobilières) afin de tenir compte des observations de chacun des intervenants dont les services du CESR et de l'AMF, en concertation avec la Direction générale du Trésor et de la politique économique (DGTPPE). Le projet de texte a fait l'objet d'un vote lors de la réunion du CEVM du 17 novembre 2006 puis d'une transmission au Parlement qui a exercé sur le texte son droit de contrôle. La directive d'application a été publiée au Journal officiel de l'Union européenne du 9 mars 2007. Les États membres disposent d'un délai d'un an à compter de sa publication pour en transposer les dispositions.

Ces mesures apportent des précisions sur :

- le choix de l'État membre d'origine ;
- le contenu minimal des états financiers ;
- les principales transactions entre parties liées ;
- la durée maximale du « cycle de règlement à court terme » ;
- les mécanismes de contrôle par l'autorité compétente à l'égard des teneurs de marché ;
- le calendrier des jours de cotation pour tous les États membres ;
- les personnes soumises à déclarations de franchissement de seuil ;
- la détermination des circonstances dans lesquelles ces personnes « auraient dû avoir connaissance de l'acquisition ou de la cession » les obligeant à notifier ;
- les conditions d'indépendance à respecter par les sociétés de gestion et leurs entreprises mères pour bénéficier de l'exception ;
- les types d'instruments financiers soumis à notification ;
- les normes minimales pour la diffusion de l'information réglementée (art. 21) ;
- les mesures d'équivalence pour pays tiers.

Par ailleurs, ayant reçu un autre mandat de la Commission, le CESR a publié, le 6 juillet 2006, un avis sur les systèmes d'archivage de l'information réglementée envisageables au niveau des États membres et sur le dépôt électronique de cette même information auprès des autorités compétentes. Un projet de recommandation relatif aux standards minimum propres à l'archivage de l'information devrait être publié à l'été 2007.

⁷ *Projet de directive de la Commission portant sur les 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. À ce jour, ce projet a donné lieu à la directive 2007/14/CE de la Commission du 8 mars 2007 publiée au JOCE du 9 mars 2007 L. 69/27.*

b) La transposition en droit français

La directive a été transposée par la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie dite « loi Breton », laquelle renvoie au règlement général de l'AMF pour certaines modalités d'application. De ce fait, au cours de l'année 2006, les services de l'AMF ont élaboré plusieurs projets de modification du règlement général de l'AMF qui ont été soumis à consultation publique (la première consultation a eu lieu entre février et avril et la deuxième entre juillet et septembre) afin de recueillir les observations des professionnels et du public concerné. Après leur présentation pour débat au sein des Commissions consultatives concernées et leur adoption par le Collège, ces projets de modification du règlement général ont finalement été homologués par deux arrêtés du Ministère de l'économie, des finances et de l'industrie, l'un du 18 septembre 2006, publié le 28 septembre 2006, l'autre du 4 janvier 2007, publié le 20 janvier 2007.

Le nouveau règlement général homologué le 4 janvier 2007 définit, notamment, la notion d'information réglementée et précise les modalités de communication financière par voie de presse écrite. Il crée 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.

S'agissant de la mise en place d'un mécanisme centralisé d'archivage, les travaux de transposition nationaux reprendront un cours plus actif dès l'adoption des mesures d'exécution par la Commission.

c) Le lancement des mesures de niveau 3

Les travaux de niveau 3 devraient voir le jour en 2007. Les services de l'AMF participeront à ces travaux qui, dans la poursuite du processus Lamfalussy, sont destinés à faciliter une application convergente au sein de l'EEE, par les autorités de contrôle, du dispositif issu de la directive et de ses mesures d'application.

D > Les agences de notation

1 > Le rapport de l'AMF sur les agences de notation

La loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 a confié à l'AMF le soin de « publier chaque année un rapport sur le rôle des agences de notation, leurs règles déontologiques, la transparence de leurs méthodes et l'impact de leur activité sur les émetteurs et les marchés financiers ». L'Autorité des marchés financiers a publié le 27 janvier 2007 son troisième rapport sur les agences de notation.

Dans la première partie du rapport, après un rappel du cadre français et international dans lequel évoluent les agences, l'AMF a effectué une mise à jour essentiellement descriptive et statistique de la situation du marché français de la notation financière des entreprises et des financements structurés des éléments d'information présentée dans les rapports 2004 et 2005. Il en ressort principalement que le nombre de sociétés françaises notées est en légère hausse en 2005 avec un total de 353 sociétés (+ 5 %) et que, si l'on considère les sociétés en termes de groupe, le secteur industriel est le plus représenté avec 45 % du total des sociétés notées.

La notation moyenne des sociétés françaises est centrée sur un risque moyen voire faible (93 % des émetteurs notés sont classés dans la catégorie « non spéculative »). Il y a, toutefois, une légère dégradation de cette répartition dans la mesure où les nouvelles entités notées en 2005 appartiennent à la catégorie de notation moyenne.

Par ailleurs, l'actualisation des données produites dans le rapport 2005 relatives aux financements structurés montre que si le marché français de la titrisation, défini à partir de la nationalité des actifs, est en contraction de 11 % en 2005, à 10,8 milliards d'euros, dans le même temps, les opérations réalisées par des arrangeurs bancaires français sur l'ensemble de l'Europe ont pratiquement doublé en montant (39,7 milliards en 2005 contre 21,3 en 2004). Comme en 2005, si les opérations de *mortgage backed securities* (MBS) sont les plus importantes en termes de montant, les *collateralised debt obligations* (CDO) sont majoritaires en nombre d'opérations. La notation des CDO apparaît comme plus volatile que celle des autres opérations.

Dans la seconde partie du rapport 2006, l'AMF s'est intéressée à la notation de la gestion d'actifs pour laquelle il existe trois approches différentes :

- la notation des fonds d'investissement, qui mesure la qualité de crédit du portefeuille (destinée uniquement aux fonds monétaires et obligataires) et à laquelle est attachée une note de volatilité de performance du fonds ;
- la notation de la qualité de gestion des fonds d'investissement, qui évalue soit la société de gestion dans sa globalité ou pour une activité spécifique, soit le fonds lui-même ;
- la notation quantitative de la performance des fonds, dite notation « étoilée », qui évalue les performances passées des fonds en fonction de critères propres à chaque agence. Seuls les fonds disposant d'un historique supérieur à trois ans sont concernés.

Les deux premières catégories sont des notations sollicitées et directement rémunérées par les sociétés de gestion, contrairement à la notation dite « étoilée ».

Trois agences sont actives sur le marché de la notation crédit et qualitative en France, même si celui-ci reste encore peu développé. Les règles de déontologie et de gestion des conflits d'intérêts en la matière sont similaires à celles applicables à la notation financière des sociétés.

En ce qui concerne la notation « étoilée », les cinq agences actives en France ont chacune développé leur propre classification des fonds et leur propre méthodologie pour évaluer les performances, ce qui rend particulièrement difficiles les comparaisons de notes. Par ailleurs, les historiques de performance étant souvent présentés sur trois ans, ils ne sont généralement pas cohérents avec la durée de placement recommandée par le producteur de certains fonds ou avec les horizons possibles de placement pour l'investisseur à long terme. Selon les agences, les risques déontologiques sont inexistantes en l'absence de rémunération directe de la notation par les sociétés de gestion. Certaines agences de notation leur vendent, cependant, d'autres prestations comme, par exemple, des bases de données et des analyses de performance, ce qui les amène à avoir des liens financiers parallèles avec les sociétés dont elles notent les fonds.

2 > Les travaux européens et internationaux relatifs aux agences de notation

La Commission européenne a estimé, en mars 2006, qu'aucune initiative législative nouvelle n'était nécessaire à l'heure actuelle, considérant que les dispositions de la directive Abus de marché, associées à l'autorégulation que les agences développent sur la base du code de bonne conduite adopté le 4 décembre 2004 par le Comité technique de l'OICV, fournissent une réponse adaptée aux problèmes identifiés par le Parlement européen dans sa résolution de février 2004. En mai 2006, elle a confié un mandat au CESR afin qu'il exerce un contrôle sur le degré de prise en compte du code de l'OICV par les agences dans leur propre code de conduite, qu'il évalue l'application par les agences de leur code dans leur pratique quotidienne et qu'il recueille les opinions des différents participants au marché de la notation sur cette mise en œuvre.

Le rapport élaboré par le CESR, publié en janvier 2007, conclut que, dans une large mesure, les agences *Dominion Bond Rating Service Limited*, *Fitch Ratings*, *Moody's* et *Standard and Poor's* ont pris en compte les dispositions du code de l'OICV dans leurs codes internes respectifs, dans la forme comme sur le fond. Il relève également des domaines dans lesquels les approches adoptées par les agences s'écartent de celles préconisées par le code de l'OICV et propose que des clarifications soient apportées par l'OICV à certaines dispositions du code.

Auparavant, en janvier 2006, le Comité des superviseurs bancaires européens (*Committee of European Banking Supervisors - CEBS*) a publié des recommandations dont l'objectif est de promouvoir la convergence des processus de reconnaissance des organismes externes d'évaluation du crédit (OEEC) à travers l'Europe, dans le cadre de la mise en œuvre, prévue pour début 2007, des directives transposant, au niveau de l'Espace économique européen, le nouveau cadre international des exigences en fonds propres défini par le Comité de Bâle en juin 2004. En août, le CEBS a fait savoir que les autorités compétentes européennes s'étaient entendues pour reconnaître, au terme d'un processus d'évaluation informel, l'éligibilité de *Fitch Ratings*, *Moody's Investors Service* et *Standard & Poor's Ratings Services*.

À l'échelle internationale, l'OICV a débuté des travaux en avril 2006 dont l'objectif est d'examiner les codes de bonne conduite publiés par une trentaine d'agences de notation, quelles que soient leur taille et leur localisation, et de déterminer s'il existe des divergences récurrentes entre certaines mesures figurant dans ces codes et les dispositions du code de l'OICV, ou s'il existe des différences entre les codes des agences dans l'interprétation qu'ils font du code de l'OICV. Le rapport de l'OICV a été publié le 14 février 2007 pour consultation publique.

Aux États-Unis, l'année 2006 a été marquée par la promulgation, le 29 septembre, du *Credit Rating Agency Reform Act of 2006* qui remplace le système d'accréditation par la SEC des agences de notation souhaitant être reconnues comme *Nationally Recognized Statistical Rating Organization* (NRSRO) par un système d'enregistrement des agences auprès de la SEC. Cette dernière est en outre habilitée à contrôler les agences qu'elle reconnaît, à les sanctionner et à recevoir de leur part des informations financières périodiques. Enfin, la SEC a publié, le 2 février 2007, pour consultation publique, la réglementation qu'elle propose d'adopter pour mettre en œuvre la loi.

En France, dans son rapport annuel 2006 sur les agences de notation, l'AMF s'est intéressée au bilan que les agences *A.M.Best*, *Fitch*, *Moody's*, *Standard & Poor's* et *Dominion Bond Rating Service Limited* faisaient de la mise en œuvre de leurs codes de bonne conduite et a souhaité connaître les éventuelles adaptations ou changements que la prise en compte du code de l'OICV

avait pu entraîner dans leur organisation ou dans leurs politiques et procédures. En conclusion, il est apparu que les rapports de bilan publiés par les agences étaient des outils utiles de mesure des initiatives, développements et adaptations des agences sur l'année écoulée, constituant une base d'informations sur la mise en œuvre quotidienne des codes de bonne conduite. Par ailleurs, l'existence d'explications et de clarifications sur les politiques suivies, notamment dans le domaine de la notation non sollicitée et dans celui des services annexes, a confirmé la nécessité de poursuivre une réflexion commune plus approfondie sur ces sujets. À cet égard, ces deux sujets ont également été traités dans le rapport publié par le CESR en janvier 2007 sur les agences de notation.

E > L'information comptable et l'audit

1 > Les nouvelles directives à transposer

Deux directives importantes ont été adoptées en 2006 et devront être transposées en droit national en 2008. Il s'agit de la 8^e directive relative au contrôle légal des comptes, ainsi que les modifications apportées aux 4^e et 7^e directives définissant un cadre comptable modernisé.

a) *L'actualisation de la 8^e directive*⁸

La directive 84/253/CEE, dite 8^e directive, concerne principalement l'agrément des personnes chargées du contrôle légal des comptes. Les travaux portant sur sa modernisation ont commencé en mars 2004, avec pour objectif d'élargir considérablement le champ d'application de la législation européenne en matière de responsabilité, d'indépendance et de déontologie des contrôleurs légaux. Le nouveau texte renforce, notamment, la supervision publique de la profession d'audit dans les États membres. La nouvelle directive 2006/43/CE a été publiée au Journal officiel de l'Union européenne du 9 juin 2006 et devra être transposée au plus tard le 29 juin 2008.

Ces mesures ont été prises dans le but de renforcer la confiance des investisseurs dans le fonctionnement des marchés de capitaux de l'Union européenne. Elles instaurent 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.

Les principales dispositions sont résumées ci-dessous :

- *contrôleurs légaux des comptes et cabinets d'audit* : ces deux notions répondent à une définition distincte et claire ;
- *entités d'intérêt public* : les cabinets chargés du contrôle légal des comptes annuels ou consolidés de ces entités sont soumis à l'obligation de publier un « rapport de transparence » annuel incluant la description de leur structure juridique, la composition de leur capital, la date du dernier examen de contrôle qualité auquel ils ont été soumis, une déclaration relative à la politique suivie en matière de formation, la ventilation des honoraires perçus par type de services rendus. En cas d'appartenance à un réseau, il faudra ajouter une description des structures et des dispositions juridiques qui l'organisent. Chaque entité d'intérêt public doit être dotée d'un comité d'audit chargé notamment du suivi du processus d'élaboration de l'information financière, des systèmes de contrôle interne, du contrôle légal des comptes.

8 8^e directive du Conseil du 10 avril 1984 fondée sur l'article 54 paragraphe 3 point g) du traité CEE, concernant l'agrément des personnes chargées du contrôle légal des documents comptables.

Il s'assure également de l'indépendance du contrôleur légal des comptes ;

- *enregistrement* : les États membres prévoient l'inscription des contrôleurs légaux et cabinets d'audit dans un registre accessible au public et mis à jour régulièrement. L'appartenance à un réseau y sera notifiée. Ce registre devra être opérationnel au plus tard le 29 juin 2009 ;
- *indépendance* : le contrôleur légal ou le cabinet d'audit est indépendant de l'entité contrôlée et ne peut en aucun cas être associé au processus de prise de décision de cette entité ;
- *contrôle qualité et normes d'audit* : tous les contrôleurs légaux des comptes et cabinets d'audit sont soumis au moins tous les six ans à un contrôle qualité indépendant relevant d'une supervision publique et disposant de ressources adéquates. En outre, le contrôle légal des comptes est effectué conformément aux normes d'audit internationales adoptées par la Commission ;
- *enquêtes et sanctions* : les États membres veillent à la mise en place d'un système efficace d'enquêtes. Les sanctions encourues devront être proportionnées et dissuasives. Elles seront dûment rendues publiques ;
- *supervision publique* : les États membres s'assurent que la supervision publique des contrôleurs légaux des comptes et cabinets d'audit a lieu de façon transparente et indépendante ;
- *désignation, révocation et démission* : les modalités de désignation du contrôleur légal des comptes ou du cabinet d'audit visent à assurer son indépendance par rapport aux organes d'administration ou de direction de l'entité contrôlée. Le contrôleur légal des comptes ou le cabinet d'audit ne peut être révoqué que pour de justes motifs. Toute révocation ou démission en cours de mandat doit être dûment justifiée auprès des autorités responsables de la supervision publique ;
- *autorités compétentes* : les États membres sont tenus de désigner les autorités compétentes pour l'agrément, l'enregistrement, le contrôle qualité, l'inspection et la discipline. Ces autorités peuvent être amenées à échanger des informations dans le cadre de leur coopération renforcée. L'obligation du secret professionnel s'applique à toute personne employée ou ayant été employée par ces institutions ;
- *aspects internationaux* : tout contrôleur ou tout cabinet d'audit de pays tiers présentant un rapport d'audit relatif à des valeurs mobilières admises à la négociation sur un marché réglementé d'un État membre doit être agréé par les autorités compétentes de cet État et soumis à son régime de supervision, de contrôle qualité, d'inspection et de sanction. Seuls les contrôleurs et cabinets d'audit qui répondent aux critères de qualité exigés par la directive pourront être enregistrés. Sont exemptés de ces obligations les contrôleurs ou cabinets d'audit de pays tiers dont le système de contrôle est jugé équivalent et qui ont été soumis à un examen de qualité au cours des trois années qui précèdent ;
- *honoraires* : les États membres veillent à ce que les sociétés publient les informations concernant les honoraires fixés pour la réalisation du contrôle légal des comptes et s'assurent qu'ils ne sont ni déterminés ni influencés par la fourniture de services complémentaires.

b) La modernisation des directives comptables

Les 4^e et 7^e directives, qui définissent le cadre comptable général applicable dans l'Union européenne (règles et méthodes comptables, états de synthèse), ont fait l'objet de travaux de modernisation à compter d'octobre 2004. Le Parlement européen et le Conseil ont signé le texte final de la directive 2006/46/CE le 14 juin 2006, qui a été publié au Journal officiel de l'Union européenne le 16 août 2006.

Ce nouveau texte, qui s'inscrit dans le plan d'action européen pour la modernisation de la loi sur les sociétés et le gouvernement d'entreprise, modifie les directives 78/660/CEE et 83/349/CEE relatives aux comptes annuels et consolidés de certaines formes de sociétés, la directive 86/635/CEE relative aux comptes annuels et consolidés des banques et autres établissements financiers, et la directive 91/674/CEE relative aux comptes annuels et consolidés des entreprises d'assurance. Il a été pris dans le but de renforcer la confiance du public envers l'information financière fournie par les sociétés, tout en évitant de leur imposer de nouvelles obligations administratives.

Des dispositions importantes ont été prévues :

- la directive consacre, tout d'abord, la notion de responsabilité collective des membres des organes d'administration, de gestion et de surveillance en ce qui concerne l'établissement et la publication des comptes annuels et consolidés et du rapport de gestion ;
- elle améliore également la transparence de l'information financière concernant les transactions avec les parties liées et les opérations hors bilan. À cet effet, elle impose la publication, d'une part, du montant des transactions avec les parties liées, ainsi que la nature de la relation avec celle-ci, et, d'autre part, de la nature et de l'objet commercial des opérations non inscrites au bilan ainsi que de l'impact financier ;
- par ailleurs, pour les sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé et dont le siège statutaire se trouve dans la Communauté, cette nouvelle directive fait naître l'obligation de publier une déclaration annuelle sur le gouvernement d'entreprise dans une section spécifique et clairement identifiable du rapport annuel. Cette déclaration comporte, notamment, « une description des principales caractéristiques des systèmes de contrôle interne et de gestion des risques de la société dans le cadre du processus d'établissement de l'information financière ».

La transposition dans les législations des États membres de la directive 2006/46/CE devra intervenir au plus tard le 5 septembre 2008.

2 > Les travaux liés à l'application cohérente des IFRS

a) Le comité Interpretation & Enforcement des IFRS du groupe de travail n° 1 de l'OICV (SC1)

Le comité *Interpretation & Enforcement* des IFRS du groupe de travail n° 1 de l'OICV (SC1) a pour objectif essentiel de faciliter une application cohérente des normes IFRS au sein des juridictions concernées. En octobre 2005, l'OICV a publié un communiqué affichant clairement la volonté des régulateurs de poursuivre cet objectif en mettant en commun leurs décisions prises en matière d'application des IFRS. Ce partage de l'information sera facilité par la mise en place d'une base de données stockant ces décisions et permettant la prise en compte de précédents

dans la formulation de nouvelles décisions, à l'instar de l'initiative déjà prise par les régulateurs européens de CESR-Fin. Des accords ont été mis en place individuellement entre les membres de l'OICV et son secrétariat général afin d'encadrer les conditions de participation à cette base de données. La participation de superviseurs comptables qui ne sont pas membres de l'OICV est prévue, mais doit donner lieu à un processus spécifique d'autorisation. Par ailleurs, il est envisagé que les décisions prises par les régulateurs européens et centralisées dans la base de données de CESR-Fin, soient transférées automatiquement dans la base de données de l'OICV.

Cet outil a fait l'objet de travaux de mise au point et de tests tout au long de l'année 2006 et a été déclaré opérationnel le 19 janvier 2007.

b) La communication de CESR-Fin sur les options comptables

Le changement de référentiel comptable pour les comptes consolidés des sociétés européennes dont les titres sont cotés sur un marché réglementé est un événement majeur qui a reçu toute l'attention des régulateurs européens depuis 2000.

Les comptes consolidés publiés au titre de l'exercice 2005 constituaient ainsi, pour la plupart des émetteurs, les premiers états financiers annuels élaborés sur la base des normes comptables internationales. Conscients du fait que ce premier exercice était crucial pour le marché, les régulateurs européens ont publié un communiqué le 12 janvier 2006 sur la transparence des choix comptables utilisés⁹.

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

La norme IAS1 relative à la présentation des états financiers (paragraphe 108 et suivants) impose de fournir un résumé des principes comptables essentiels suivis ; cela comprend, en particulier, toute l'information nécessaire à la compréhension des options utilisées.

Quatre situations particulières générant des options ont été identifiées par le CESR¹⁰ :

1. Les IFRS adoptées permettent explicitement différentes options ; tel est notamment le cas de la norme IFRS1 relative à la première application des IFRS qui prévoit, en plus des exceptions obligatoires, pas moins de 12 exemptions facultatives. Dans ce cas, les normes IFRS demandent alors de fournir des informations sur les options utilisées.
2. Certains traitements comptables, comme par exemple ceux relatifs aux contrats de concession, aux droits d'émission ou aux engagements de rachat des intérêts minoritaires, ne sont pas précisés par les IFRS. Il est alors important de fournir une information sur la méthode adoptée en application de la hiérarchie des textes définie par la norme IAS8 relative aux méthodes comptables.

⁹ Ce communiqué intitulé « CESR reminds issuers and investors about the importance of clear and transparent disclosure on the use of any options made available by applicable financial reporting standards » est disponible sur le site du CESR à l'adresse suivante : <http://www.cesr-eu.org>

¹⁰ L'article intitulé « Les points relevés par l'AMF à l'occasion des premières communications sur la transition aux IFRS » mis en ligne sur le site internet de l'AMF le 7 décembre 2005 et publié dans la Revue mensuelle n° 20 - décembre 2005 reprend plusieurs des éléments évoqués dans le communiqué CESR.

3. L'adoption partielle par la Commission européenne d'IAS39 sur la comptabilisation et l'évaluation des instruments financiers (IAS39 *carve out*) génère une option complémentaire. En effet, les dispositions d'IAS39 concernant le traitement de la couverture des portefeuilles n'ont pas été rendues obligatoires. Aussi, certaines entreprises utilisent-elles les dispositions prévues par IAS39 alors que d'autres mettent en œuvre d'autres mécanismes spécifiques dans le cadre du « *carve out* ». Dans tous les cas, le CESR souligne l'importance d'explicitement clairement les choix comptables retenus.
4. Le délai nécessaire entre la publication d'une norme et son adoption par l'UE peut créer des « options » complémentaires. La Commission européenne a précisé dans une déclaration du 30 novembre 2005 que les règlements adoptant les IFRS, s'ils sont publiés dans le JOUE et entrent en vigueur après la clôture mais avant l'arrêté des comptes, peuvent être utilisés à la clôture lorsque leur application anticipée est permise par le règlement et les IFRS. Là aussi, il est important de fournir une information en cas d'application anticipée d'une norme.

3 > L'harmonisation internationale des règles relatives aux auditeurs

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

Le *Standing Committee* (SC) n° 1 de l'OICV a également pour objectif la promotion de normes internationales d'audit et d'indépendance des auditeurs. Dans ce but, il effectue un suivi des activités de l'IAASB¹¹ et de l'IESBA¹². Ainsi, trois de ses membres participent au *Consultative Advisory Group* de l'IAASB et quatre de ses représentants assistent au *Consultative Advisory Group* de l'IESBA.

Le SC n° 1 de l'OICV a poursuivi en 2006 ses travaux, notamment :

- la préparation d'une réponse au projet de l'IAASB relatif à la clarification des normes d'audit. Cet important projet vise à établir une distinction nette dans les normes d'audit entre les diligences obligatoires dans tous les cas et celles présumées obligatoires, dont l'auditeur peut se départir s'il met en œuvre des procédures alternatives qu'il juge suffisantes pour atteindre l'objectif de la norme. Le SC n° 1 a manifesté son soutien à ce projet, moyennant le fait que l'utilisation par l'IAASB des diligences présumées obligatoires reste modérée et qu'elle ne remet pas en cause l'objectif de préservation de l'intérêt public attaché à un audit des comptes d'une entité faisant appel public à l'épargne. Début 2006, quatre normes écrites selon ces nouvelles règles ont été publiées après avoir fait l'objet de commentaires de la part de l'OICV. Fin 2006, l'IAASB a présenté pour commentaires sept normes d'audit réécrites. En 2007, son programme de travail prévoit la publication de 21 autres projets de normes. L'approbation de l'ensemble de ces 28 normes est prévue pour octobre 2008 ;
- une réflexion sur les critères qui permettraient au régulateur de se prononcer favorablement pour l'adoption ou toute autre forme de reconnaissance des normes ISA. Cette démarche, entamée en octobre 2006, se poursuivra au cours de l'année 2007 ;
- la poursuite des réflexions sur la concentration des firmes d'audit au niveau mondial et son incidence potentielle sur la qualité de l'audit des groupes cotés. La situation actuelle d'oligopole formé de quatre firmes mérite d'être suivie de près, et nécessite une réflexion sur les conditions de contrôle des comptes par les grands cabinets ;

11 *International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB).*

12 *International Ethics Standards Setting Board for Accountants (IESBA).*

- le suivi des travaux de l'IESBA, et en particulier, de la publication, en décembre 2006, d'un projet de modifications du code d'éthique.

Outre l'accompagnement technique de l'élaboration des normes d'audit, l'OICV a établi deux *task forces*, l'une sur l'indépendance des auditeurs, l'autre sur les problèmes posés par la concentration des cabinets d'audit.

L'OICV préside en outre le *Monitoring Group*, qui réunit le Comité de Bâle, l'IAIS et la Banque mondiale, et qui a établi un *Public Interest Oversight Board* (PIOB) composé de personnalités indépendantes chargées de vérifier l'intégrité du processus d'élaboration des normes d'audit par les Comités *ad hoc* de l'IFAC (*International Federation of Accountants*).

L'AMF participe activement à ces travaux et s'est félicitée de la décision de la Commission européenne d'y participer en qualité d'observateur, ainsi que de la création de l'IFIAR (*International Forum of Independent Audit Regulators*), comité qui a lui-même instauré des échanges étroits avec le *Monitoring Group* et le PIOB.

b) Le CESR-Fin

Les différents groupes permanents de CESR-Fin ont été réorganisés, ce qui s'est traduit, entre autres, par la disparition de l'*Audit Task Force*. Le CESR-Fin poursuit ses activités en matière d'évolution des normes d'audit grâce à une organisation par groupes de projets qui sont constitués en fonction des besoins ou de l'actualité.

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

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

Au cours de l'année 2006, le groupe de travail n° 2 de l'OICV (*Standing Committee 2 – SC2*) sur la régulation des marchés secondaires a consacré une large partie de ses travaux à la finalisation d'un rapport sur les questions de régulation soulevées par l'évolution des marchés « *Regulatory issues arising from exchange evolution* ». Ce rapport analyse les questions nouvelles posées par le passage du statut de marché détenu par ses membres à celui de marché démutualisé, dont l'entreprise de marché est, par ailleurs, de plus en plus souvent cotée sur son propre marché. Il analyse l'articulation entre les aspects de « service public » que comportent encore souvent les Bourses avec les axes de développement inspirés par le souci de satisfaire leurs propres actionnaires.

Ce rapport a été approuvé par le Comité technique de l'OICV lors de sa réunion de novembre 2006 après une mise en consultation de trois mois.

À l'invitation du Comité technique, le groupe de travail a également réexaminé le rapport sur la transparence du marché obligataire publié en mai 2006 afin de voir si de nouvelles recommandations en la matière étaient nécessaires. Après consultation des associations professionnelles nationales et examen des principales études académiques publiées sur le sujet depuis un an, le groupe de travail n'a pas jugé nécessaire d'ajouter de nouvelles conclusions au rapport de 2004 « Transparence du marché obligataire *corporate* ».

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

Le groupe de travail n° 3 de l'OICV (SC3) a concentré l'essentiel de ses travaux en 2006 à la finalisation du document de discussion concernant la gestion des conflits d'intérêts spécifiques aux opérations financières. Il a lancé une réflexion commune au groupe de travail n° 5 de l'OICV (SC5) sur les informations devant être portées à la connaissance du client au moment de la vente de produits et instruments financiers, et poursuivi son travail de veille sur les évolutions technologiques en matière de conservation des données.

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

Dans le prolongement du rapport de février 2005¹³ sur la coopération internationale en matière de lutte contre les infractions financières, le SC3 a établi un document de discussion 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 de la mise en œuvre d'opérations financières pour le compte d'émetteurs. Sont notamment examinées les diligences incombant aux intermédiaires dans la gestion de l'information, compte tenu des rôles multiples et parfois conflictuels qu'ils peuvent être amenés à jouer (prêteur à un émetteur, conseil et montage d'une offre pour l'émetteur, teneur de marché, détenteur de positions sur les actions ou les obligations de l'émetteur), ainsi que dans le processus de détermination du prix de l'offre et les procédures d'allocation de titres sur le marché primaire.

Le SC3 a établi ce document en s'appuyant, d'une part, sur un inventaire des réglementations applicables aujourd'hui dans les juridictions représentées au groupe de travail, et, d'autre part, en menant des discussions informelles avec les professionnels afin d'identifier leurs pratiques, en termes, notamment, d'organisation interne, de procédures d'identification des conflits d'intérêts et de prise de décision.

Le document de discussion, qui a été mis en consultation au début de l'année 2007, est structuré de la manière suivante :

- une première partie propose des approches destinées au traitement des conflits d'intérêts dans la conduite d'opérations financières : organisation pour la gestion des conflits dans le contexte de groupes (procédures et organisation), procédures de décision en matière de gestion des conflits, abstention, barrières à l'information et restrictions, divulgation ;
- dans une seconde partie, des exemples de situations de conflits sont proposés, accompagnés de propositions de mécanismes pour les gérer.

Les réponses reçues permettront de valider et/ou d'amender les propositions du SC3, et de proposer, le cas échéant, des principes.

13 Rapport du Comité technique de l'OICV : Strengthening Capital Markets Against Financial Fraud.

2 > Les informations devant être portées à la connaissance du client au moment de la vente

Le SC3 a débuté des travaux en vue de formuler des recommandations ou des principes sur les informations que les intermédiaires doivent communiquer à leurs clients au moment de la vente de produits, tels que les produits d'épargne collective. Cela concerne notamment les rémunérations indirectes qui sont susceptibles de les placer en conflit d'intérêts vis-à-vis de leurs clients lorsqu'ils leur conseillent ces produits. L'étude portera sur l'identification des produits concernés, l'information qui doit être donnée et le mode de communication. Elle sera conduite dans le cadre d'un mandat commun avec le SC5, qui traitera de l'information due en général aux investisseurs achetant des produits de gestion collective.

Le *Joint Forum*, qui a mis en place un groupe de travail sur la commercialisation d'instruments financiers dans les secteurs de la banque, de l'assurance et des titres, sera, le moment venu, informé de ces travaux qui pourraient trouver une suite dans le cadre de ses propres initiatives.

3 > Les évolutions technologiques en matière de conservation des données

Le SC3 maintient une veille sur les technologies utilisées pour la conservation et l'archivage de données. Les premiers travaux ont consisté en un inventaire des réglementations appliquées par les membres du SC3. Ils seront, selon un schéma similaire à celui qui avait été retenu au début des années 2000 sur l'utilisation d'internet, complétés par des rencontres avec les prestataires de services et les intermédiaires.

C > La directive sur les Marchés d'instruments financiers (MIF)

La directive MIF va modifier et préciser les conditions juridiques et opérationnelles de l'offre de services d'investissement. Elle devrait également entraîner une modification de la structure des marchés financiers, introduisant une concurrence entre les marchés réglementés, les plates-formes multilatérales de négociation et l'exécution d'ordres par les prestataires de services d'investissement, par voie d'internalisation systématique.

Le chantier relatif à la transposition de la directive 2004/39/CE sur les marchés d'instruments financiers, à laquelle les intermédiaires financiers et les marchés devront se conformer à partir du 1^{er} novembre 2007, a continué d'être un élément majeur du travail du régulateur français en 2006, tant au plan européen que national. Au plan national, les travaux préparatoires à la transposition du texte en droit français ont fait l'objet de travaux avec la Direction générale du Trésor et de la politique économique (DGTPE), ainsi que d'une concertation avec les professionnels ; au plan européen, l'AMF a été associée au travail d'élaboration des mesures d'application de la directive, et a pris part aux travaux de niveau 3 au sein du CESR.

1 > La finalisation des mesures d'application de la directive

Les mesures d'application de la directive ont été adoptées par la Commission européenne, en août 2006, après d'intenses discussions au sein du CEVM (Comité européen des valeurs mobilières) et avec le Parlement européen.

Dès le mois de mai 2005, le CEVM avait examiné des projets de textes élaborés par la Commission européenne à partir des deux avis techniques que lui avait adressés le CESR en janvier et avril 2005. L'examen de ces propositions de texte, qui s'est d'abord déroulé dans un cadre informel en 2005, s'est poursuivi en 2006 dans le cadre des discussions officielles au sein du CEVM, et s'est conclu par un vote du CEVM au mois de juin.

Dans ce contexte, les États membres ont eu la possibilité de formuler plusieurs amendements sur les textes proposés. Les services de l'AMF, dans la continuité des travaux menés au sein du CESR au niveau 2 dans le cadre de la préparation des avis techniques transmis à la Commission européenne, ont ainsi apporté leur concours aux travaux de la DGTPE, en charge de la négociation des mesures d'application de la directive, au sein du CEVM.

À partir des deux avis techniques établis par le CESR en réponse aux mandats donnés par la Commission européenne sur les mesures d'application de la directive MIF, la Commission a élaboré deux textes d'application, adoptés le 10 août et publiés au Journal officiel de l'Union européenne le 2 septembre 2006 :

- une directive contenant les dispositions d'application relatives à l'organisation des PSI et aux dispositions régissant les relations qu'ils ont avec leurs clients et clients potentiels. Les dispositions relatives à la règle de « meilleure exécution » figurent, par exemple, dans ce texte. Cette directive d'application doit également être transposée en droit interne ;
- un règlement regroupant principalement les mesures d'application relatives à la déclaration des transactions ainsi que les dispositions concernant la transparence des marchés et les critères d'admission des instruments financiers à la négociation sur un marché réglementé ; ce règlement est d'application directe, et ne nécessite donc pas d'être transposé en droit français.

2 > Les travaux de transposition des directives en droit interne

Le travail législatif de transposition de la directive, amorcé en 2005, s'est poursuivi en 2006 avec l'élaboration de l'ordonnance de transposition de la directive, dans le cadre des travaux de place conduits sous l'égide de la DGTPE, et auxquels les services de l'AMF ont activement contribué. Ces travaux ont donné lieu à la publication, le 13 avril 2007, de l'ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007, relative aux marchés d'instruments financiers. Ils se poursuivent dans le cadre de la finalisation des décrets.

De son côté, l'AMF a préparé la modification de son règlement général. Dans le prolongement du processus de concertation entamé lors de l'élaboration des avis du CESR, l'ensemble des professionnels, au travers des associations les représentant, a été associé aux travaux des services de l'AMF, qui a souhaité leur soumettre, le plus en amont possible, les premières préconisations et leur présenter des avant-projets de règlement général. Les orientations ainsi dégagées et les projets de textes ont ensuite été présentés pour débat au sein des Commissions consultatives de l'AMF et validés par son Collège, avant le lancement de la consultation publique sur la nouvelle version du livre III du règlement général en janvier 2007.

Ainsi, en complément des réunions de concertation organisées avec les associations professionnelles depuis le dernier trimestre 2005, l'AMF a lancé, en 2006, plusieurs groupes de travail *ad hoc*, compte tenu des modifications escomptées, notamment la profonde refonte du livre III :

- elle s'est appuyée sur un groupe de professionnels chargé d'élaborer un avant-projet de livre III du règlement général, rassemblant, pour l'essentiel, des représentants des intermédiaires financiers (responsables de la conformité) ;
- un second groupe de professionnels, composé de représentants de l'industrie de la gestion d'actifs réfléchissait, quant à lui, aux spécificités de la transposition de la directive MIF aux activités de gestion : l'une des problématiques à prendre en compte dans l'exercice de transposition est, en effet, le statut unique de société de gestion de portefeuille habilitée à gérer des portefeuilles individuels et/ou collectifs en France, alors que la directive ne vise que la gestion de portefeuille individualisée sous mandat ;
- enfin, 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 groupe de travail a donc été chargé de proposer des orientations sur les principales questions d'interprétation que soulève le texte, dont la réflexion a débouché sur la mise au point d'un document d'interprétation et d'explication sur la manière dont devra s'appliquer cette règle. Ce document a été mis en consultation au mois de juillet 2006.

3 > Le lancement des travaux de niveau 3 concernant la directive sur les Marchés d'instruments financiers

Dans la poursuite du processus Lamfalussy, le CESR a débuté ses travaux de niveau 3 destinés à faciliter une application convergente, par les autorités de contrôle, du dispositif issu de la directive et de ses mesures d'application.

Un groupe d'experts placé sous la présidence de la CSSF luxembourgeoise a été créé en juin 2006, s'appuyant sur trois sous-groupes : l'un dédié aux infrastructures de négociation, le deuxième aux intermédiaires financiers et le troisième au suivi de la transposition des textes dans chaque État membre.

En matière d'intermédiation, les travaux conduiront à favoriser la compréhension commune de plusieurs dispositions portant en particulier sur le fonctionnement du passeport et l'interprétation de la règle de « meilleure exécution » : champ et modalités d'application de cette obligation, notamment sur les marchés de teneurs de marché (*dealer markets*) et aux marchés de dérivés de gré à gré, ainsi que la diversité des modalités d'application de l'obligation selon le type d'instrument financier concerné (produits « sur mesure »). La question des avantages et rémunérations (*inducements*) sera aussi traitée. Les réflexions issues de la consultation initiée sur la « meilleure exécution » en France ont ainsi permis de promouvoir les positions de l'AMF au sein des instances européennes, et contribué à faire prévaloir les positions du régulateur français mais également les préoccupations exprimées par les professionnels.

S'agissant des marchés, les travaux du groupe concernent en priorité la publication des données de marché et la définition des mécanismes permettant de favoriser leur consolidation au niveau européen et la déclaration des transactions, avec notamment la question du traitement des succursales.

La préparation des avis techniques que le CESR adressera à la Commission européenne dans le cadre des rapports qu'elle doit produire au titre des évaluations et clauses de révision prévues par la directive (rapport sur l'extension des règles de transparence à d'autres instruments financiers

que les actions admises aux négociations sur un marché réglementé, etc.) est également inscrite à l'ordre du jour des travaux du groupe.

Enfin, une troisième instance, le « forum de transposition », avait été créée pour suivre l'avancée des travaux de transposition dans les différents États membres, afin de favoriser l'échange entre régulateurs sur, notamment, les différentes options retenues dans le cadre de la transposition de la directive, et également afin de préparer les travaux à venir du *Review Panel*.

L'exercice de transposition de cette directive, pilier du Plan d'action européen pour les services financiers, constitue un défi majeur pour le régulateur français et un élément clé du débat sur la compétitivité de la Place financière française, s'inscrivant dans la démarche de « meilleure régulation » entamée par l'AMF. À ce titre, l'AMF a tout particulièrement veillé, dans l'exercice de transposition, à éviter les ajouts de règles non justifiées et à alléger le règlement général de l'AMF de dispositions rendues inutiles ou obsolètes par la directive.

Soucieuse d'accompagner les mutations de la place financière française, l'AMF entend poursuivre, en 2007, la concertation avec les professionnels concernés, au travers d'un travail complémentaire d'interprétation pour préciser l'application concrète des nouveaux textes, au sein des Commissions consultatives et, le cas échéant, avec la mise au point de codes de bonne conduite par les associations professionnelles.

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

1 > Les réflexions sur le *post*-marché au niveau des instances européennes

L'année 2006 a été riche en nouvelles initiatives. En mars 2006, les Commissaires européens Charlie McCreevy (Marché intérieur et services) et Nelly Kroes (Concurrence) ont affirmé leur intention de présenter, pour l'été 2006, leurs propositions communes concernant l'amélioration des opérations transfrontières de compensation et de règlement-livraison dans l'Union européenne. Ces déclarations ont été suivies, en juillet, de l'annonce par le Commissaire Charlie McCreevy que la Commission européenne ne légiférerait pas sur les activités de *post*-marché.

Cette décision repose sur les avancées attendues :

- de la directive MIF qui permettra, sous certaines conditions, aux membres des marchés réglementés de choisir leur système de règlement-livraison ;
- de l'annonce faite par la Banque centrale européenne, le 7 juillet 2006, d'un projet de création d'un système *Target 2* pour les titres ;
- enfin, de la volonté de ne pas peser sur les projets de restructuration en cours.

En contrepartie, le Commissaire a demandé à l'ensemble des infrastructures de marché d'élaborer un code de conduite fixant des objectifs de transparence et d'interopérabilité afin d'augmenter l'efficacité dans le domaine du *post*-marché. Ce code de conduite a été signé en novembre 2006.

Le groupe de travail SEBC¹⁴-CESR a peu progressé en 2006, après deux années de travail intense sur la méthodologie d'évaluation des « Standards pour la compensation et le règlement-livraison des titres en Europe ». Parmi les principaux sujets restés en suspens depuis 2005, figurent les

¹⁴ *Système européen des banques centrales.*

questions de la séparation des activités du dépositaire central de titres et des activités de nature bancaire, ainsi que les modalités de régulation, de supervision et de contrôle des entités entrant dans le champ d'application des standards pour la compensation.

À la faveur de l'interruption des travaux du groupe, la Commission européenne a pris la décision de ne pas proposer d'initiative communautaire dans le domaine du *post-marché* européen. Compte tenu de la décision de ne pas légiférer et de la mise en place du code de conduite des infrastructures de marché en novembre 2006, le CESR et le SEBC pourraient envisager de relancer en 2007 leurs travaux sur les standards pour la compensation et le règlement-livraison, qui étaient jusque-là suspendus du fait de l'éventualité d'une initiative législative communautaire, mais également de fortes oppositions entre les États qui subsistent sur le contenu même des standards.

2 > Target 2 Securities

Conscient de la nécessité d'une plus grande intégration des infrastructures de marché, l'Eurosystème a annoncé, le 7 juillet 2006, qu'il évaluait l'opportunité d'offrir des services de règlement efficaces en monnaie de Banque centrale pour les opérations sur titres libellés en euros. Ce projet, dit *Target 2 Securities (T2S)*, a pour objectif de permettre un règlement harmonisé des opérations sur titres en euros en monnaie de Banque centrale grâce à une plate-forme unique de règlement-livraison gérée par l'Eurosystème pour l'ensemble de la zone euro, à laquelle seraient connectés les dépositaires centraux nationaux, voire les dépositaires centraux situés en dehors de la zone euro. Le Commissaire McCreevy a indiqué qu'un tel système devrait permettre aux intermédiaires de réaliser des économies significatives par le niveau élevé d'harmonisation technologique qu'il nécessitera.

Le projet *Target 2 Securities* pourrait utilement répondre à un certain nombre de problématiques pratiques liées à la fragmentation de l'industrie du *post-marché* en Europe. Il pourrait ainsi, grâce à son moteur unique de dénouement, permettre d'aller au-delà de la simple interopérabilité entre les dépositaires centraux de titres, favoriser la consolidation du règlement-livraison tout en renforçant la concurrence sur les autres secteurs du *post-marché*, et enfin contribuer à l'élimination de plusieurs sources d'inefficience dans le règlement-livraison telles qu'identifiées dans les rapports du Groupe Giovannini¹⁵ en améliorant l'efficacité du dénouement des opérations, et en permettant une gestion centralisée et efficace des trésoreries, des titres et espèces grâce à l'exploitation des synergies avec le système de paiement *Target 2*.

Le projet, dont les grandes lignes ont été présentées au marché, a fait l'objet d'une étude de faisabilité de la part de l'Eurosystème. Deux étapes importantes ont été franchies au premier semestre 2007 : d'une part, le Conseil Ecofin du 28 février a accueilli favorablement l'initiative T2S tout en soulignant un certain nombre de principes à respecter et, d'autre part, le Conseil des Gouverneurs a conclu le 8 mars 2007 à la faisabilité de *Target 2 Securities*, et a entrepris de soumettre le projet à une consultation approfondie auprès de toutes les parties concernées avant de déterminer d'ici début 2008 s'il passe à la phase suivante.

15 Rapports d'un groupe de travail de la Commission publiés en 2001 et 2003 identifiant les obstacles à l'intégration des systèmes de compensation et de règlement-livraison de valeurs mobilières au sein de l'Union européenne.

3 > La convention de La Haye-Unidroit

La Commission européenne, s'appuyant notamment sur les travaux du groupe *Legal Certainty*¹⁶, a publié le 5 juillet 2006 son appréciation juridique sur la convention de La Haye¹⁷ relative aux règles applicables à certains droits sur les titres détenus auprès d'un intermédiaire. Elle conclut 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 Commission propose 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. Elle encourage les États membres à signer et ratifier 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. Dans le même sens, le Parlement européen a adopté fin 2006 une résolution demandant également à la Commission européenne de mener une étude d'impact économique.

Parallèlement, la Commission européenne continue à participer aux négociations au sein de l'organisation privée internationale, Unidroit¹⁸, 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 en matière de gestion d'actifs

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

En 2006, le groupe de travail n° 5 de l'OICV (SC5 ou *Standing Committee 5*), présidé actuellement par l'AMF, a poursuivi ses travaux consacrés à la gestion d'actifs et plus principalement ceux sur la régulation des *hedge funds* ainsi que la gestion des situations de conflits d'intérêts au sein de l'industrie de la gestion collective.

Dans le domaine des *hedge funds*, l'OICV avait publié en 2003 un premier rapport dont l'actualisation était rendue nécessaire par la forte progression des encours gérés et les développements réglementaires les plus récents au sein de ses principaux membres.

Le dernier rapport¹⁹ de l'OICV rend compte de l'intérêt croissant des régulateurs du monde entier à l'égard des moyens les plus appropriés de réguler les *hedge funds*. En effet, 18 des 20 places couvertes par le rapport encadrent actuellement, d'une manière ou d'une autre, l'activité des *hedge funds*, même si les mécanismes de régulation diffèrent fortement d'un pays à l'autre. Certaines juridictions enregistrent les gestionnaires, d'autres les fonds, sachant que si

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

17 La conférence de La Haye a élaboré en 2002 une convention internationale destinée à permettre de retenir une règle de conflit basée sur la loi désignée par l'intermédiaire et le titulaire de compte.

18 Institut International pour l'unification du droit privé.

19 Publié en novembre 2006, *The Regulatory Environment for Hedge Funds: a Survey and Comparison*. Téléchargeable sur le site internet de l'OICV (www.iosco.org).

la majorité des acteurs est implantée aux États-Unis ou au Royaume-Uni, la plupart des produits sont domiciliés *offshore*. Les conditions de distribution de ces fonds sont aussi souvent limitées. Si la montée en puissance des particuliers sur ce marché n'est pas observée à l'heure actuelle, elle est néanmoins anticipée par certains membres de l'OICV.

Face à cette diversité d'approches, l'OICV a jugé prioritaire en 2006 de déterminer la nature des informations devant être communiquées à l'investisseur : frais, risques encourus, expérience des gérants, nature des contrôles internes, conflits d'intérêts éventuels. Ce travail devrait prioritairement concerner les *hedge funds* dont les membres du SC5 estiment qu'ils devraient constituer, à l'avenir, le véhicule privilégié de diffusion auprès du grand public des techniques de gestion alternative. En cohérence avec sa réponse²⁰ au groupe des experts de la Commission européenne, l'AMF entend à cette occasion œuvrer pour l'établissement de standards internationaux en matière de diligences à effectuer par les gérants de *hedge funds* afin d'assurer une maîtrise adaptée des risques pris en matière d'investissement par les *hedge funds*, et dont l'acuité est devenue encore plus évidente après les 6 milliards de dollars de pertes enregistrées par le fonds Amaranth à l'automne 2006.

Les travaux du SC5, auxquels le Forum de la stabilité financière est par ailleurs très attentif, concernent l'élaboration de standards en matière de valorisation et d'administration des *hedge funds*. Ceux-ci investissent, en effet, fréquemment dans des actifs complexes ou illiquides qui sont très difficiles à valoriser. Les professionnels de la gestion alternative ont tous pris conscience de la nécessité de diffuser des bonnes pratiques en la matière, dans un contexte où les régulateurs sont de plus en plus préoccupés par ce sujet. Au sein d'un sous-groupe de travail associant étroitement certains régulateurs du SC5 et des représentants internationaux de l'industrie de la gestion alternative, le SC5 s'efforce de répondre d'une manière adaptée à cette demande d'élaboration et de diffusion des meilleures pratiques en matière de valorisation des *hedge funds*. Le groupe de travail a ainsi publié en mars 2007 un rapport²¹ pour consultation relatif aux standards que les professionnels devraient appliquer spontanément.

Le SC5 s'est, enfin, efforcé d'analyser les pratiques de marché et l'évolution réglementaire la plus récente en matière de gestion des conflits d'intérêts au sein de l'industrie de la gestion d'actifs. L'OICV a ainsi publié deux rapports en 2006 sur ce sujet : l'un concerne la gouvernance des fonds d'investissement et l'autre les « commissions en nature », plus connues sous l'appellation anglaise de *soft commissions*.

Concernant la gouvernance des fonds d'investissement, un premier rapport de l'OICV intitulé « *Examination of Governance for Collective Investment Schemes* », avait posé, en 2005, un principe général de contrôle indépendant de la gestion des OPCVM. Le second rapport, publié en 2006, et intitulé « *Principles of Governance for Collective Investment Schemes : Independent Criteria, Empowerment Conditions and Functions to be performed by the Independent Oversight Entities* » définit, quant à lui, la notion d'entité de contrôle indépendante dans ses multiples dimensions (juridique, économique et financière), indique les pouvoirs que ces entités doivent avoir pour accomplir au mieux leur mission et précise les fonctions essentielles qui doivent être remplies.

Concernant les « commissions en nature », l'OICV a publié un rapport²² soumis à consultation publique qui constitue une synthèse des régimes applicables sur les principaux marchés. Il

20 En date du 31 octobre 2006, cf. Revue mensuelle n° 30, novembre 2006.

21 Publié le 13 mars 2007. Téléchargeable sur le site internet de l'OICV (www.iosco.org).

22 Publié en novembre 2006 *Soft commissions, Report of the technical committee pf IOSCO*. Téléchargeable sur le site internet de l'OICV (www.iosco.org).

précise la définition des commissions en nature, décrit les prestations pouvant donner lieu à ce type de paiement, les situations de conflits d'intérêts générées par ces pratiques ainsi que les réponses données par les principaux régulateurs. La consultation publique qui s'est terminée le 15 mars 2007 avait pour but d'interroger l'ensemble des parties prenantes sur les orientations à prévoir en la matière et notamment sur l'opportunité, pour l'OICV, d'établir des standards sur cette question d'actualité, que ce soit en France ou au Royaume-Uni²³.

B > Les travaux communautaires : le groupe d'experts CESR-IM et la coopération avec la Commission européenne

1 > Le groupe d'experts CESR-IM

En 2006, l'AMF a accru son implication dans les travaux du CESR consacrés à la gestion collective au sein d'un groupe d'experts (CESR – *Investment Management* ou CESR-IM). L'AMF a ainsi continué avec la *Financial Services Authority* britannique (FSA) d'assumer la coprésidence des travaux de clarification des actifs éligibles pour l'investissement par des OPCVM coordonnés.

Ce mandat s'est traduit par la remise à la Commission d'un avis sur les mesures nécessaires de niveau 2 et de niveau 3, puis par des travaux de suivi du texte définitif retenu par la Commission et d'adaptation en conséquence des mesures de niveau 3. Le texte final sur les actifs éligibles aux OPCVM, approuvé par les instances communautaires au début de 2007, présente des avancées importantes sur les conditions dans lesquelles les OPCVM peuvent acquérir certains actifs comme les parts de fonds fermés, les instruments du marché monétaire ou encore les dérivés de crédit. Il devrait améliorer la fluidité de l'exportation des OPCVM au sein de l'Europe. Au cours de la négociation, l'AMF s'est attachée à maintenir une cohérence d'ensemble de l'architecture de la directive. Il convenait, en effet, de permettre aux OPCVM coordonnés de bénéficier des innovations de l'industrie financière, mais non de modifier radicalement le profil de risque de ces OPCVM potentiellement destinés au grand public. L'AMF a donc été particulièrement attentive à limiter la possibilité de nouveaux montages juridiques autorisant une exposition large des OPCVM coordonnés au risque de fonds tels que les *hedge funds*, qui ne peuvent pas faire l'objet d'un investissement en direct aux termes de la directive.

À cet égard, ce mandat a nécessité un investissement particulier sur la question de l'éligibilité à l'actif des OPCVM d'instruments financiers visant à répliquer la performance d'indices de *hedge funds*. Devant l'importance de l'enjeu, l'AMF a inauguré une nouvelle méthode de travail dans le cadre du groupe CESR-IM, en proposant à un universitaire reconnu de faire un diagnostic des forces et des faiblesses des indices de *hedge funds* existants afin de servir de point de départ aux travaux du CESR. Les conclusions définitives sur ce sujet ont été établies au premier trimestre de l'année 2007. L'AMF est attentive à une égalité de concurrence entre les fonds (de fonds) alternatifs de droit national, qui ne sont pas coordonnés et ne peuvent donc bénéficier d'un accès au marché européen, et les fonds coordonnés qui pourraient offrir une exposition à un nombre plus ou moins élevé de fonds alternatifs par le biais d'indices *ad hoc*.

L'année 2006 a également vu le terme des travaux du CESR-IM consacrés à la simplification et à l'harmonisation de la procédure de passeport des OPCVM en Europe. En juin 2006, le CESR a publié ses recommandations définitives qui visent à faciliter l'accès des investisseurs aux OPCVM coordonnés des différents États membres. L'avis rappelle le caractère, en principe limité, de

²³ Voir *infra* chapitre 7, p. 290 sur les récentes évolutions réglementaires en matière de commissions de courtage partagées.

l'intervention du régulateur du pays d'accueil. Il encadre précisément la phase d'instruction de deux mois qui lui est laissée par la directive pour l'examen du dossier en imposant, notamment, de motiver les suspensions de délai. Il fournit des modèles de documents standardisés (lettre de notification, attestation de conformité à la directive). Il met fin à des exigences spécifiques de certification des documents imposées par certains États membres. Enfin, il précise la procédure applicable aux fonds à compartiments. Ces recommandations permettront de rendre plus fluide la procédure de passeport des OPCVM en Europe et autoriseront ainsi une commercialisation plus aisée des OPCVM entre les États membres, à laquelle l'AMF est attachée.

L'AMF a également été à l'origine, en 2006, d'un débat sur la constitution d'une *task force* opérationnelle au sein du groupe d'experts, afin de disposer d'un forum où les régulateurs pourraient échanger leurs vues sur des cas concrets d'application de la directive OPCVM et sur la manière de renforcer la convergence de leurs pratiques quotidiennes. Cette formation devrait voir le jour au début de 2007. Une telle initiative s'inscrit dans le cadre de l'orientation plus opérationnelle que les Présidents des autorités membres du CESR ont souhaité donner à leurs travaux et à ceux des groupes d'experts.

Dans ces travaux, l'AMF est animée par le souci de garantir un haut niveau d'harmonisation entre les différents États membres, et de permettre l'approfondissement du marché intérieur de la gestion collective dans le respect des exigences de la protection de l'épargne et de l'information des investisseurs.

2 > Les travaux de la Commission européenne

L'AMF a également renforcé sa présence dans le débat conduit par la Commission européenne autour de son Livre blanc sur la gestion d'actifs, sur les orientations à donner à l'encadrement de ce secteur au niveau communautaire.

Dans ses contributions, l'AMF a abordé de manière constructive les questions de régulation soulevées par les projets de mesures de la Commission visant à offrir de nouvelles possibilités d'organisation paneuropéenne aux sociétés de gestion. Tout en manifestant son adhésion au principe de ces mesures, l'AMF a décrit leurs conditions de faisabilité, en insistant, notamment, sur la nécessité d'un partage clair de la responsabilité entre les régulateurs, et sur le renforcement non seulement de leur coordination opérationnelle, mais aussi de la convergence de leurs modèles et de leurs moyens de supervision. En effet, l'approfondissement du marché intérieur ne doit pas se faire au détriment de la protection de l'investisseur, dans une logique d'alignement sur le moins-disant et l'arbitrage réglementaire.

Les réponses détaillées et précises fournies par l'AMF aux différents stades de la consultation (Livre vert, rapports de groupes d'experts de l'industrie) lui ont permis de devenir l'un des interlocuteurs privilégiés de la Commission sur ces sujets.

L'AMF a par ailleurs participé aux ateliers de réflexion organisés par la Commission européenne associant des représentants des investisseurs, des régulateurs, des producteurs et des distributeurs de fonds sur la conception d'un nouveau prospectus simplifié. Les débats ont permis de faire ressortir les avantages, mais aussi les carences du prospectus simplifié, parfois trop long ou trop technique pour être véritablement utilisé comme un outil d'aide à la décision d'investissement. Ils ont convaincu la Commission de lancer rapidement le chantier de la réforme de ce document.

5 > La coopération en matière de surveillance et de discipline des marchés

A > Surveillance, enquête et coopération internationale

1 > La participation de l'AMF aux travaux de l'OICV (groupe de travail n° 4 & *Screening Group*)

L'Autorité des marchés financiers a poursuivi en 2006 ses travaux au sein du groupe de travail n° 4 (*Standing Committee 4*) du Comité technique de l'OICV, chargé des questions ayant trait aux enquêtes, à la coopération et à l'échange d'informations entre les régulateurs²⁴.

L'important mandat relatif à l'amélioration de la coopération avec les régulateurs considérés comme peu ou pas coopératifs a été poursuivi en 2006 et les premiers résultats ont montré que cette initiative commençait à porter ses fruits.

Il convient de rappeler que les membres du SC4 ont été mandatés par le Comité technique de l'OICV afin, d'une part, d'identifier les régulateurs qui ne coopéraient pas de façon satisfaisante et, d'autre part, d'engager avec eux un dialogue approfondi afin de tenter de trouver une solution à cette situation. Une première liste comprenant trois noms a ainsi pu être dressée, à partir de cas concrets d'enquêtes qui n'ont pu aboutir en raison des difficultés rencontrées dans le traitement des demandes d'informations effectuées : absence de réponse, renseignements très incomplets et/ou inexploitable ou délais anormalement longs pour fournir les réponses attendues, par exemple.

Le groupe a ensuite entamé des discussions bilatérales avec les trois régulateurs concernés, qui ont abordé cette initiative de façon assez positive, et se sont attachés à tenter de remédier aux problèmes soulevés, en liaison avec les représentants locaux des pouvoirs législatifs, exécutifs et judiciaires, certains d'entre eux ayant d'ailleurs participé aux discussions avec les représentants du SC4.

Le bilan dressé à la fin de l'année 2006 est assez encourageant, puisque des changements législatifs, dont certains sont assez substantiels, ont été annoncés dans les trois pays concernés. Le groupe s'attachera au cours des prochains mois à vérifier que ces projets se traduiront effectivement par des textes qui permettront à ces régulateurs d'atteindre un meilleur degré de coopération.

Fort de ces résultats positifs, et toujours avec l'aval du Comité technique de l'Organisation, le SC4 a décidé de poursuivre ses travaux dans ce domaine et s'est mis d'accord sur les noms de trois nouveaux régulateurs dont l'expérience passée en matière de coopération a été jugée décevante.

De la même façon que pour les pays de la première liste, un sous-groupe de quatre membres, auquel appartient l'AMF, a été désigné afin de mener à bien le long et approfondi travail d'analyse des problèmes rencontrés et de dialogue avec chacun des trois régulateurs en question.

Le groupe de travail n° 4 a par ailleurs eu la satisfaction de constater que le rapport qu'il avait rédigé en 2005 sur le problème du gel des avoirs avait abouti à l'adoption d'une résolution sur

²⁴ À la fin de 2006, le groupe de travail n°4 réunissait 19 régulateurs des pays ou provinces suivants : Allemagne, Australie, Brésil, Canada/Ontario, Canada/Québec, États-Unis/CFTC, États-Unis/SEC, France, Grèce, Hong-Kong, Italie, Japon, Mexique, Pays-Bas, Pologne, Portugal, Royaume-Uni, Suisse. Il est prévu que de nouveaux membres le rejoignent en 2007.

cette question lors de la Conférence annuelle de l'OICV de 2006. Poursuivant ses activités dans ce domaine, le SC4 a été invité à réfléchir au développement de standards et de méthodes de travail qui pourraient permettre aux différents pays membres d'incorporer ces principes dans leurs législations.

L'année 2006 a également vu le SC4 démarrer un nouveau mandat relatif au développement de la coopération entre régulateurs boursiers dans les cas où il apparaît nécessaire de faire exécuter une décision, notamment des condamnations à des peines d'amendes, à l'encontre de personnes physiques ou morales demeurant en dehors du territoire du régulateur qui les a prononcées.

L'AMF participe également, et ce depuis ses origines, aux activités du *Screening Group* de l'OICV (créé en 2002) chargé d'examiner les candidatures à l'accord multilatéral d'échange d'informations (MMOU)²⁵. Ce texte important, élaboré par un groupe d'experts appartenant à plusieurs membres de l'OICV, qui se sont réunis de l'automne 2001 au printemps 2002 sous la présidence de Michel PRADA, a été adopté lors de la Conférence annuelle de l'OICV de mai 2002, tenue à Istanbul.

Un régulateur membre de l'OICV désirant devenir signataire du MMOU doit démontrer aux membres du *Screening Group* que son système juridique lui permet : (1) de réunir les éléments d'information demandés par son homologue ; (2) de pouvoir les lui transmettre sans restriction ; et (3) d'autoriser ledit homologue à les utiliser selon les cas prévus par le MMOU. Au vu de l'analyse faite, le *Screening Group* émet une recommandation, transmise aux Présidents du Comité technique, du Comité exécutif et du Comité des pays émergents de l'OICV, auxquels il appartient de prendre conjointement la décision d'accepter ou non le régulateur concerné en tant que signataire de l'accord²⁶.

L'AMF a été un des premiers signataires du MMOU qui, à la fin de 2006, avait été signé par 35 régulateurs (sur environ 100 membres que compte l'OICV) appartenant aux pays, territoires ou provinces suivants : Afrique du Sud, Canada/Alberta, Allemagne, Australie, Belgique, Canada/Colombie-Britannique, Danemark, Dubaï, Espagne, États-Unis/CFTC, États-Unis/SEC, France, Grèce, Hongkong, Hongrie, Île de Man, Inde, Israël, Italie, Jersey, Lituanie, Malte, Mexique, Nouvelle-Zélande, Nigeria, Norvège, Canada/Ontario, Pologne, Portugal, Canada/Québec, Royaume-Uni, Singapour, Slovaquie, Sri Lanka, Turquie.

Cet instrument leur permet d'échanger plus facilement des informations, notamment dans leurs activités de surveillance des marchés et d'enquêtes sur les fraudes boursières. Plusieurs autres régulateurs ont déjà ou vont bientôt déposer leur candidature, l'OICV ayant souhaité que tous ses membres aient accompli cette démarche à la date du 1^{er} janvier 2010.

Dans le but de permettre à ceux de ses membres qui le souhaiteraient d'être aidés dans la préparation des documents nécessaires en vue de leur candidature, l'OICV a mis en place un dispositif d'assistance technique, en partenariat avec des organismes internationaux qui fournissent un soutien financier. Un ou deux membres du *Screening Group* peuvent être ainsi amenés à assister un régulateur non encore signataire à préparer les documents nécessaires en vue de sa candidature au MMOU. L'AMF a déjà apporté une aide technique de cette nature à deux de ses homologues, dont un en 2006, une autre mission étant programmée pour le début de l'année 2007.

25 Le *Screening Group* comptait, à la fin de 2006, 27 membres, soit les 19 membres du *Standing Committee 4*, auxquels s'ajoutent les régulateurs de l'Afrique du Sud, la Belgique, la province canadienne de la Colombie-Britannique, l'Île de Man, l'Inde, la Nouvelle-Zélande, le Sri Lanka et la Turquie.

26 Sous réserve, en cas de refus, d'un éventuel examen supplémentaire de la candidature par le Comité exécutif de l'OICV.

Enfin, l'AMF a continué en 2006 de 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.

2 > La régulation et la coopération internationales : CESR-Pol

L'objectif principal de ce groupe est de faciliter les échanges d'informations entre l'ensemble de ses 27 membres, 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.

En 2006, une des priorités du CESR-Pol a été de poursuivre 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. À cette occasion, l'AMF a activement participé à l'élaboration d'un deuxième document visant à fournir à l'industrie des services financiers des informations et conseils de la part des régulateurs. Intitulé *Market Abuse Directive - Level 3 - Second Set of CESR Guidance and Information on the Common Operation of the Directive to the Market*, ce projet a été soumis à une consultation publique par le CESR entre novembre 2006 et février 2007.

Par ailleurs, dans le cadre de la consultation publique lancée par le CESR²⁷ au second semestre 2006 sur l'évaluation de la mise en œuvre effective du nouveau régime d'abus de marché en Europe, et à l'occasion du deuxième anniversaire de l'entrée en vigueur de la directive Abus de marché du 28 janvier 2003, le CESR-Pol a organisé une conférence publique pour permettre aux acteurs du marché de faire part de leurs remarques et critiques sur des points qu'ils souhaiteraient voir améliorer et d'identifier des besoins de recommandations additionnels par le CESR.

Enfin, en vue de promouvoir une approche convergente dans la mise en œuvre du régime d'abus de marché en Europe, le CESR-Pol a établi des recommandations à l'usage de ses membres et a entamé la mise en œuvre d'un projet informatique commun piloté par l'AMF.

L'échange de communiqués de mise en garde concernant des personnes proposant des services d'investissement sans y être autorisées ou proposant des produits qui n'ont pas reçu l'agrément du régulateur compétent s'est intensifié en 2006, permettant une meilleure information et protection du public aux niveaux français et européen. Ainsi, l'AMF a transmis à tous ses homologues, *via* le réseau des membres du CESR-Pol, les 11 communiqués d'alerte qu'elle a rendus publics sur son site en 2006 et a relayé les 140 mises en garde reçues de ces homologues en les publiant sur son propre site internet (rubrique « Les alertes des régulateurs européens »)²⁸.

Au cours de l'année 2006, le CESR-Pol a eu des contacts directs avec la CFTC (*Commodity and Futures Trading Commission*) afin d'envisager des actions communes pour améliorer la coopération des régulateurs européens avec le régulateur américain pour les marchés dérivés.

Par ailleurs, le CESR-Pol a poursuivi ses travaux sur les difficultés de coopération et d'échange d'informations avec certaines juridictions de pays tiers et sur la façon d'y remédier de manière

27 *Call for evidence - Evaluation of the supervisory functioning of the EU market abuse regime* (http://www.cesr.eu/index.php?page=consultation_details&id=74)

28 Voir *infra* chapitre 7, p. 297 - Les alertes des régulateurs européens.

conjointe, en particulier au travers d'initiatives directes du groupe CESR-Pol auprès de certaines d'entre elles.

B > La coopération internationale technique

1 > La coopération bilatérale

Dans le cadre de sa mission de concours à la régulation européenne et internationale des marchés financiers, l'AMF a poursuivi en 2006 ses actions de coopération bilatérale et multilatérale avec ses homologues étrangers. Une vingtaine de délégations étrangères (autorités de régulation, professionnels, chercheurs, etc.) a été reçue dans ses locaux pour des entretiens d'intérêt commun et des échanges de points de vue et d'expériences concrètes sur des sujets extrêmement divers liés à la régulation financière et à la formation professionnelle. L'AMF répond par ailleurs, de manière fréquente, à des questionnaires sur la régulation française, en particulier en provenance des autorités européennes et des pays ayant rejoint l'Union européenne.

L'AMF entend favoriser la promotion du modèle européen et français de régulation, soucieux de mettre en valeur le marché français et de faciliter la reconnaissance des acteurs français sur l'ensemble des places financières. Fin 2006, un accord de coopération technique renforcé a été signé avec le régulateur de marché chinois, la CSRC, visant à organiser des échanges de savoir-faire, de personnel et l'organisation d'un séminaire.

2 > L'Institut francophone de la régulation financière

Par ailleurs, l'AMF a poursuivi sa collaboration au sein de l'Institut francophone de la régulation financière (IFREFI). Mis en place progressivement à partir de l'année 2000 à l'initiative de la COB, l'IFREFI a pour ambition d'être une structure souple de dialogue et de coopération réunissant l'ensemble des autorités de régulation des marchés financiers qui utilisent le français comme langue de travail.

Depuis la signature de sa charte fondatrice en 2002, les réunions de l'Institut s'organisent en deux temps majeurs : la réunion des Présidents et le séminaire de formation à destination des personnels des autorités de marché.

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 2006, à l'invitation de la CNVM roumaine, cette réunion s'est tenue à Bucarest et avait pour thème la démutualisation des Bourses de valeurs. Elle a rassemblé 20 participants représentant 26 pays et 13 marchés financiers²⁹.

²⁹ Étaient représentés : l'Algérie (COSOB), la Belgique (CBFA), 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), la Guinée Conakry (PBVG), 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.

Cette réunion a également permis le renouvellement du bureau de l'IFREFI : les mandats de la Présidence et de la vice-Présidence de l'IFREFI assurés jusqu'ici respectivement par l'AMF du Québec et le CDVM marocain ont été confiés pour une période de deux ans respectivement au CMF tunisien et à la CBFA belge.

La réunion s'est achevée par une présentation du site internet de l'IFREFI, devenu opérationnel et qui se compose de deux grandes sections :

- une section entièrement publique qui contient une information de caractère général relative à l'IFREFI et permet aux internautes de contacter le secrétariat s'ils souhaitent disposer de plus d'informations ;
- une section dont l'accès est réservé aux membres et qui accueille les supports de formation et les comptes rendus des réunions des Présidents.

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

Le séminaire de formation à destination des personnels des autorités de marché s'est tenu les 12 et 13 septembre à Bucarest.

Il avait pour objectif de présenter de manière concrète l'articulation des problématiques liées à la diffusion d'informations financières par les sociétés cotées, qu'il s'agisse de l'information permanente, périodique ou de l'information diffusée à l'occasion d'une opération financière.

Il a ainsi traité des objectifs du contrôle de l'information financière, de sa mise en œuvre par les régulateurs de marchés, des exigences réglementaires destinées à atteindre ces objectifs et de la surveillance du marché du titre. Il a permis des échanges de qualité et favorisé les rencontres entre les participants et les formateurs.

Une dizaine de présentations ont été prises en charge par les principaux responsables des aspects juridiques et opérationnels de ces questions au sein des membres de l'IFREFI, sur :

- les principes fondamentaux de l'information financière dans le cadre réglementaire européen ;
- la réglementation applicable à la publication de l'information prospective ;
- le contrôle de l'information périodique et permanente des émetteurs ;
- le nécessaire dialogue entre émetteurs et régulateurs ;
- les aspects relatifs au contrôle de l'information privilégiée et à la surveillance des marchés.

En conclusion, la convergence globale des cadres réglementaires européens, canadiens et des marchés émergents a été mise en lumière, ainsi que certaines spécificités touchant essentiellement à l'étendue des diligences effectuées par les régulateurs au cours du processus de contrôle de l'information financière délivrée au marché.