

# 2

## CHAPITRE

# La régulation et la coopération internationales

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

## LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

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

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

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

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

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

### 1 Les travaux des instances internationales

#### A Les agences de notation

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

#### 1 L'avis technique du CESR à la Commission européenne

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

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

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

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

<sup>1</sup> OICV : Organisation internationale des commissions de valeurs.

<sup>2</sup> CESR : Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières.

<sup>3</sup> Voir infra chapitre III page 125 .

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

## 2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

<sup>1</sup> Site CESR  
[www.cesr-eu.org](http://www.cesr-eu.org),  
Réf. CESR/04/394.

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

<sup>3</sup> Site CESR  
[www.cesr-eu.org](http://www.cesr-eu.org),  
Réf. CESR/04/612b.

<sup>4</sup> Directive 98/31/CE du  
Parlement européen  
et du Conseil du 22  
juin 1998 modifiant  
la directive 93/16/  
CEE du Conseil sur  
l'adéquation des fonds  
propres des entreprises  
d'investissement et des  
établissements de crédit.

<sup>5</sup> Site internet de l'OICV,  
[www.iosco.org](http://www.iosco.org)

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

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

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

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

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

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

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

## **C Les centres *off shore* <sup>(1)</sup>**

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

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

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

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

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

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

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

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

## 2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

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

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

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

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

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

### D La surveillance des marchés

#### 1 CESR-Pol

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

L'objectif principal de ce groupe, qui se réunit désormais quatre fois par an, est de faciliter les échanges d'informations entre ses différents membres, afin de rendre plus efficace la surveillance des opérations effectuées sur les marchés de valeurs mobilières placés sous leur contrôle. Il permet aux autorités de rassembler les données nécessaires au bon déroulement de leurs enquêtes et de coordonner leurs efforts lors d'investigations internationales.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Un groupe de travail spécifique, dénommé en anglais le *Screening Group* (groupe d'analyse), a été constitué au sein de l'OICV peu après l'adoption de cet accord. Composé actuellement de 26 commissions, dont six appartiennent au groupe dit des « pays émergents », son rôle consiste à analyser les réponses faites au questionnaire, à approfondir certains points avec les commissions candidates et, sur ces bases, à formuler une recommandation sur l'acceptation de ces dernières en tant que signataires de l'accord aux trois personnes qui, au sein de l'OICV, sont chargées de prendre une décision sur ce point (les Présidents du Comité technique, du Comité exécutif et du Comité des pays émergents, sous réserve d'un recours, en cas de refus, devant le Comité exécutif).

La Commission des opérations de bourse, qui a été évaluée parmi les premières commissions candidates et admise en qualité de signataire de cet accord en octobre 2002, et à sa suite l'Autorité des marchés financiers, est membre depuis son origine de ce groupe de travail, qui se réunit environ trois fois par an.

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

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

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

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

<sup>2</sup> Multilateral Memorandum of understanding.



## 2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

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

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

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

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

### **E** La lutte contre le blanchiment de capitaux

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## 1 Le développement du réseau des régulateurs

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

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

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

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

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

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

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

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



## 2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

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

### 2 Les décisions individuelles prises par le CESR

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

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

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

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

### 3 La coordination des acteurs de marché paneuropéens

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

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

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

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

Le rapport contient, enfin, deux propositions institutionnelles :

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

### G Le Joint Forum et le Forum de la stabilité financière

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

#### 1 Le Joint Forum

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

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

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

## 2 Le Forum de la stabilité financière

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

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

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

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

### 1 Les recommandations CSPR-OICV pour les chambres de compensation agissant en qualité de contreparties centrales<sup>(2)</sup>

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

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

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

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

<sup>1</sup> Voir supra Chapitre II, page 49.

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

disponible sur le site de l'OICV, [www.iosco.org](http://www.iosco.org), et de la Banque des règlements internationaux, [www.bis.org](http://www.bis.org).

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

Il rassemble les banques centrales des pays du G8.

## 2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

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

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

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

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

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

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

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

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

<sup>1</sup> Rapport annuel 2003 de l'AMF, page 45.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

<sup>1</sup> International Central Securities Depositories.

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

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

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

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

## 2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



## 2 Le plan européen d'action pour les services financiers

### A L'échéancier de la transposition des directives européennes

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

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

<sup>1</sup> Les règlements européens sont d'application immédiate.

<sup>2</sup> A la date de rédaction du présent rapport : 20 avril 2005.

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

Source : AMF

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

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

## 2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

### **B** La directive offres publiques d'acquisition (OPA)

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

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

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

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

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

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

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

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

### **C** La directive marchés d'instruments financiers (MIF)

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

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

#### **1** L'architecture de marché

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

<sup>1</sup> Rapport annuel 2003 de l'AMF, pages 42 et 43.

<sup>2</sup> FFSA : Fédération française des sociétés d'assurance.

<sup>3</sup> ou MTF: Multilateral Trading Facility.

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

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

#### a) Les principaux objectifs des règles de transparence

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

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

#### b) Les principales règles de traitement des ordres des clients

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

#### c) La règle de meilleure exécution

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

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

## 2 L'offre de services d'investissement

#### a) Les innovations introduites par la MIF

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

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

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

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

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

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

## 2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

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

### b) Les mesures de protection des investisseurs

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

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

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

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

#### a) Le renforcement de la surveillance et de la coopération

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

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

#### b) La clarification des pouvoirs des autorités

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

#### 4 Les travaux de comitologie

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

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

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

##### a) Le groupe « intermédiaires »

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

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

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

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

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

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

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

<sup>2</sup> Réf. CESR/04-261b.



## 2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

### b) Le groupe « marchés »

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### c) Le groupe « surveillance des marchés et coopération »

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## 2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

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

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

### • La coopération (article 58)

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

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

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

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

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

### **D** La directive prospectus

La directive 2003/71/EC concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation a été votée par le Parlement européen en seconde lecture le 2 juillet 2003, puis publiée au Journal officiel de l'Union européenne (JOUE), le 31 décembre 2003.

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

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

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

Elles s'organisent en trois parties :

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

<sup>1</sup> CESR/05-054b.

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

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

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

## **E** La directive abus de marché

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

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

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

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

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

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

## 2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

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

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

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

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

### F La directive transparence

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

## G La réglementation de la gestion d'actifs

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

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

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

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

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

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

<sup>2</sup> Disponible sur le site de CESR [www.cesr.org](http://www.cesr.org) (réf. CESR/03-378).

<sup>3</sup> Voir [www.cesr.org](http://www.cesr.org) « mandate for the expert group of investment management » 04/160.

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

<sup>5</sup> Directive 2001/107/EC du Parlement européen et du Conseil du 21 janvier 2002 modifiant la directive 85/611/CE du Conseil européen portant coordination des dispositions législatives réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)

en vue d'introduire une réglementation relative aux sociétés de gestion et aux prospectus simplifiés.



## 2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

<sup>3</sup> Voir *infra* chapitre IV page 135.

<sup>4</sup> Voir Rapport annuel 2003 de l'AMF, page 122.

### 3 Les travaux du Comité technique de l'OICV

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

#### A L'information financière et comptable

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

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

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

#### B La régulation des marchés secondaires

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

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

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

Ces principes ont trait :

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

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

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

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

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

<sup>2</sup> La transparence du marché primaire est en dehors du champ du rapport.

## 2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

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

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

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

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

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

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

### C La réglementation des intermédiaires de marché

#### 1 La sous-traitance de services financiers

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

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

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

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

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

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

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

#### b) Les responsabilités de la société sous-traitante

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

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

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

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

#### c) La sous-traitance à des filiales

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

#### d) La sous-traitance transfrontière

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

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

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

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

## 2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

### **D** La coopération et l'échange d'informations

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

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

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

- les questions liées à Internet. Le SC4 a été chargé par le Comité technique de poursuivre les travaux de l'*Internet Project Team*, qui s'étaient achevés en 2003 par la rédaction d'un troisième rapport sur les enjeux et les risques posés par l'utilisation du réseau mondial dans le domaine des valeurs mobilières. L'Autorité des marchés financiers pilote, au sein du groupe, un projet destiné, dans un premier temps, à évaluer les attentes des régulateurs vis-à-vis des fournisseurs d'accès (données conservées par eux, possibilités pour les régulateurs de les leur demander et de les obtenir, coopération avec les régulateurs étrangers, etc.) afin, dans un deuxième temps, de réfléchir aux adaptations réglementaires nécessaires ;

- les questions liées au blanchiment, notamment les relations avec le GAFI et les unités nationales chargées des investigations et de la lutte contre cette infraction (par exemple TRACFIN en France) ;

- la systématisation de la transmission entre régulateurs des « mises en garde » diffusées par chacun d'entre eux sur le plan national. L'Autorité des marchés financiers, de même que la plupart de ses homologues, est régulièrement amenée à avertir le public, par le biais de communiqués, des agissements de personnes physiques ou morales qui ne semblent pas respecter la réglementation en matière de valeurs mobilières (propositions d'investissement irrégulières ou trompeuses, sollicitations non conformes aux textes, offres de titre de sociétés inscrites sur des marchés non reconnus en France, appel public à l'épargne pour des produits financiers non référencés sur des marchés réglementés, etc.). Afin de mieux protéger les investisseurs contre les méthodes de ces personnes, qui interviennent souvent dans plusieurs pays, les membres du SC4 ont mis en place, en 2004, par l'intermédiaire de l'OICV, un système permanent d'échange des mises en garde qui auront préalablement été rendues publiques dans l'un des pays membres.

### **E** L'identification des clients

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

<sup>1</sup> Voir supra chapitre II page 48

<sup>2</sup> Communiqué de presse de l'OICV du 18 mai 2004.



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

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

## **F** La gestion d'actifs

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



## 2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

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

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

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

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

<sup>1</sup> FCP ou SICAV en France.

<sup>2</sup> Voir chapitre II page 75.

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

## 4 LA NORMALISATION COMPTABLE

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

### A Les nouvelles normes IFRS

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

#### 1 IFRS2 sur les paiements en actions et assimilés

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

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

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

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

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

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

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

<sup>1</sup> Successeur de l'*International Accounting Standards Committee* (IASC).

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

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

<sup>3</sup> Référentiel comptable en vigueur pour les sociétés américaines cotées.

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

## 2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

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

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

Cette nouvelle norme s'applique à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2005.

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

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

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

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

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

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

### 6 Les amendements de normes existantes

Ces modifications concernent :

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

<sup>1</sup> Accounting for the Impairment or Disposal of Long-Lived Assets.

<sup>2</sup> Publié en décembre 2004.

<sup>3</sup> Publié en décembre 2004.

## 7 Les travaux à venir

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

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

Source : AMF

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

## B Les interprétations publiées par l'IFRIC

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

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

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

<sup>1</sup> Publication d'un projet de norme ou « Exposure Draft ».

<sup>2</sup> n.d : non disponible – calendrier non figé.

<sup>3</sup> Cadre conceptuel.

<sup>4</sup> International Financial Reporting Interpretation Committee.

## 2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

passif conformément à IAS37.

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

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

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

### a) Modèle du coût historique

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

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

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

### b) Modèle de la valeur réévaluée

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### 3 IFRIC3 sur les droits à polluer

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

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

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

Cette interprétation est d'application obligatoire à compter du 1<sup>er</sup> mars 2005, mais son application anticipée est encouragée.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



## 2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

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

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

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

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

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

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

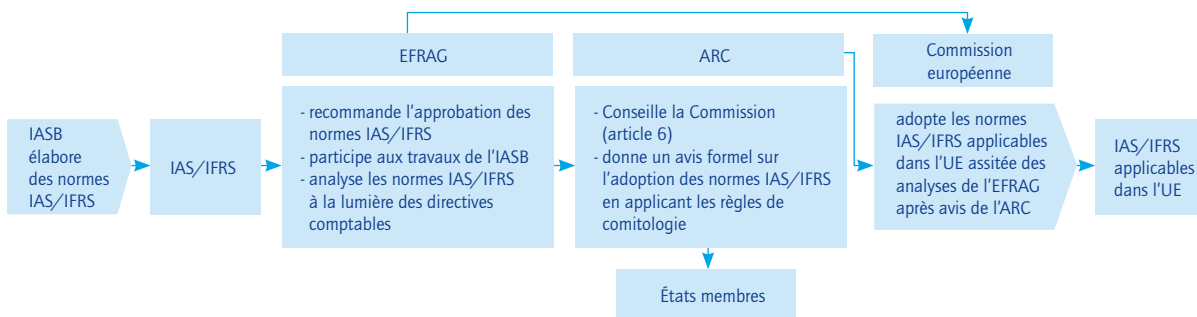
### 7 Les travaux à venir

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

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

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

### Le mécanisme d'approbation des normes IAS/IFRS



Source : AMF

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

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

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

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

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

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

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

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

- modifications des normes IAS1, 2, 8, 10, 15, 16, 17, 21, 24, 27, 28, 31, 33 et 40 ainsi que des interprétations SIC<sup>(5)</sup> correspondantes ;

- les nouvelles normes IFRS3, 4 et 5 ainsi que les normes IAS36 et 38 modifiées ;

- la norme IAS32 sur la présentation des instruments financiers et l'interprétation IFRIC1<sup>(6)</sup>.

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

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

<sup>2</sup> European Financial Reporting Advisory Group.

<sup>3</sup> Accounting Regulatory Committee ou Comité de réglementation comptable européen.

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

qualifiée (représentant 92 voix).

<sup>5</sup> Standard Interpretation Committee, ancienne dénomination de l'organe d'interprétation des normes IAS.

<sup>6</sup> International Financial Reporting Interpretation Committee.

## 2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

Les dernières interprétations (IFRIC3 à 5) et la norme IFRS6 n'ont pas encore été approuvées par l'ARC. Cette dernière norme n'est d'application obligatoire qu'à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2006. IFRIC 2 devrait être approuvée au cours du premier semestre 2005.

### **D** La coopération internationale et européenne en matière comptable

#### **1** IOSCO Standing Committee 1 (SC1)

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

#### **2** Le CESR-Fin

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

##### a) Le SISE

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

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

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

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

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

##### b) Le SCE

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

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

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

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

<sup>4</sup> Voir le point E3 ci-après.

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

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

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

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

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

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

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

## **E L'harmonisation internationale des règles relatives aux auditeurs**

### **1 Le groupe de travail de l'OICV**

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

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

<sup>1</sup> Financial Information – Co-ordination of enforcement activities.

<sup>2</sup> European Enforcers Coordination Sessions – EECS.

<sup>3</sup> Guidelines for Implementation of Co-ordination of Enforcement of Financial Information.

<sup>4</sup> Financial Information – Enforcement of Standards on Financial Information in Europe.

<sup>5</sup> IOSCO Auditor Oversight Survey.

<sup>6</sup> Principles for Auditor Oversight, Statement of the Technical Committee of IOSCO ; Principles of Auditor Independence and the Role of

Corporate Governance in Monitoring an Auditor's Independence, Statements of the Technical Committee of IOSCO, October 2002.

<sup>7</sup> International Auditing and Assurance Standards Board.

## 2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

En 2005, le SC1 de l'OICV prévoit de poursuivre ses activités dans le domaine de l'audit, notamment au travers de sa participation aux *Consultative advisory groups* de l'IAASB et de l'*Ethics Committee* de l'IFAC, de ses contacts fréquents avec des membres de l'IAASB et de ses travaux sur les projets de normes de celui-ci. Il prévoit également de travailler sur les mandats que lui confierait le comité technique dans le cadre de la publication du rapport de la *task-force* « post Parmalat ».

### 2 La réforme de l'IFAC et le *Monitoring Group*

Au cours de l'année 2004, le *Monitoring Group of Regulators*, regroupant les principaux représentants mondiaux des milieux de la régulation financière<sup>(1)</sup> et dont le coordinateur est le Président de l'AMF, vice-Président du Comité technique de l'OICV, a poursuivi ses discussions avec l'IFAC en vue de la mise en place effective du PIOB, *Public Interest Oversight Board*, dont la création avait été entérinée dans les statuts de l'IFAC en 2003. Le PIOB est composé de dix membres dont sept sont désignés par le *Monitoring Group* et deux devraient être désignés par la Commission européenne. Il a pour mission de superviser les procédures de tous les comités de l'IFAC dont les travaux relèvent de l'intérêt public (audit, éthique et éducation). Le Président de l'AMF a assuré au cours de 2004 la coordination des positions des membres du *Monitoring Group*.

La mise en place officielle du PIOB est intervenue à Paris le 28 février 2005.

### 3 La proposition de modernisation de la 8<sup>e</sup> directive et la création par le CESR-Fin d'une *Audit Task Force*

La proposition de modernisation de la 8<sup>e</sup> directive européenne de droit des sociétés, relative au contrôle légal des comptes, a été publiée le 16 mars 2004 par la Commission européenne. Ce projet très important a notamment pour ambition de placer le régime de l'audit des sociétés cotées européennes à un niveau équivalent à celui résultant de la loi Sarbanes-Oxley aux États-Unis. Le projet est articulé autour des principales propositions suivantes :

- fixer certains principes éthiques afin de garantir l'objectivité et l'indépendance des auditeurs, par

exemple lorsque les cabinets d'audit fournissent également d'autres services à leur clientèle. En la matière, les propositions de la Commission s'appuient sur le système d'inspiration libérale dit des « risques pour l'indépendance et mise en place de sauvegardes ». Ce système est moins contraignant que celui résultant en France de la loi de sécurité financière ;

- imposer une supervision publique rigoureuse de la profession et favoriser la coopération tant au plan européen qu'international ;

- imposer un système de contrôle-qualité externe aux cabinets ;

- imposer l'application des normes internationales d'audit à tous les audits effectués dans l'Union européenne.

La proposition comprend également une section spécifique pour les audits des entités d'intérêt public, dont font partie les sociétés cotées. Les dispositions spécifiques prévoient :

- la publication par les auditeurs d'un rapport de transparence sur leur organisation ;

- la formation au sein de l'organe de gouvernance de l'entité auditée d'un comité d'audit comprenant au moins un membre indépendant et compétent en matière de comptabilité et/ou d'audit. Le comité d'audit serait doté de pouvoirs particuliers en termes de sélection de l'auditeur et de vérification de son indépendance ;

- la rotation des associés signataires ;

- la réduction à trois ans de la fréquence du contrôle-qualité externe.

Cette proposition a fait l'objet de discussions au sein du Conseil européen, qui a marqué son accord politique sur un texte amendé par les États membres à la fin de 2003. La proposition est actuellement examinée par le Parlement européen et devrait aboutir à une directive dans le courant de 2005.

<sup>1</sup> IAIS (International Association of Insurance Regulators), Banque Mondiale, Comité de Bâle, FSF, OICV.

Afin d'accompagner le mouvement de modernisation de l'audit au sein de l'Union européenne, CESR-Fin a créé un nouveau sous-comité permanent chargé de suivre toutes les questions relatives à l'audit, l'*Audit Task Force* (ATF), dont la présidence a été confiée à l'AMF. L'ATF a débuté ses travaux au cours de l'année

2004 et proposera au printemps 2005 à CESR-Fin son programme de travail pour les trois années à venir. L'ATF devrait notamment assurer une représentation des régulateurs européens dans le processus de comitologie envisagé dans la proposition de la Commission européenne.

## 5 LA COOPÉRATION INTERNATIONALE DE L'AMF

### A La coopération bilatérale

Dans le cadre de ses activités de coopération internationale, l'AMF a constamment recherché à renforcer les liens de coopération avec ses homologues étrangers. Ainsi, l'AMF a poursuivi cette année les rencontres bilatérales menées précédemment par la COB et le CMF en recevant cette année plus d'une vingtaine de délégations. Ces rencontres bilatérales ont permis d'échanger points de vue et expériences concrètes sur des sujets extrêmement divers, liés à la régulation financière et à la formation professionnelle.

La COB avait signé 35 accords de coopération avec ses homologues étrangers organisant les échanges d'informations, le déroulement des enquêtes et la coopération technique, etc. La continuité de ces engagements internationaux était prévue par la loi de sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003, ils ont donc été repris par l'AMF. Ces relations bilatérales sont renforcées par la signature de deux conventions multilatérales entre les membres du CESR (27 signataires) et de l'OICV (22 signataires).

Par ailleurs, au cours de l'année écoulée, l'AMF a poursuivi la coopération avec ses homologues étrangers en matière d'enquête et de surveillance des marchés et d'échange d'informations sur les intermédiaires financiers. Ainsi en 2004, 32 enquêtes ont été ouvertes par l'AMF à la demande d'autorités étrangères qui concernaient principalement des opérations réalisées par des intermédiaires en France sur des titres cotés à l'étranger<sup>(1)</sup>.

### B L'Institut francophone de la régulation financière (IFREFI)

Mis en place progressivement à partir de l'année 2000 à l'initiative de la COB, l'Institut francophone de la régulation financière est une structure souple de dialogue et de coopération réunissant l'ensemble des autorités de régulation des marchés financiers qui utilisent le français comme langue de travail.

Depuis la signature de sa charte fondatrice en 2002, les réunions de l'Institut s'organisent en deux temps majeurs.

La réunion des Présidents fournit l'occasion d'un échange de points de vue à haut niveau sur l'actualité financière internationale et de traiter un thème d'intérêt commun en profondeur. Cette année, à l'invitation de la CFB suisse. Cette réunion a porté sur le thème des standards internationaux applicables à la régulation financière, leur élaboration, leurs objectifs ainsi que les programmes de vérification de leur application effective développés par le FMI et la Banque mondiale ou encore par l'OICV. Cette réunion a rassemblé 18 participants représentant 25 pays et 13 marchés financiers<sup>(2)</sup> et accueilli cinq nouveaux signataires de la charte représentant les autorités de régulation de Monaco, de la Tunisie, de la CEMAC (Communauté économique et monétaire d'Afrique centrale), du Cameroun et de la Roumanie.

Le séminaire de formation à destination des personnels des autorités francophones de marché, qui suit traditionnellement cette réunion, a cette année traité des problématiques relatives à la supervision des organismes de placement collectif, de la gestion et de l'épargne.

<sup>1</sup> Voir infra chapitre V page 181.

<sup>2</sup> Étaient représentés l'Algérie (COSOB), la Belgique (CBFA), le Cameroun (CMF), la Communauté économique et monétaire d'Afrique centrale (CEMAC qui rassemble 5 pays),

la France (AMF), le Luxembourg (CSSF), le Maroc (CDVM), le Québec (AMF), la Suisse (CFB), l'Union monétaire ouest africaine (UMOA qui rassemble 8 pays), la Tunisie, la principauté de Monaco et la Roumanie.



## 2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

### **C** Le comité d'application des principes et programme pilote de l'OICV

Le comité d'application des principes de l'OICV a poursuivi ses travaux en 2004 en favorisant par tous les moyens l'accessibilité à la *Méthodologie pour l'évaluation de la transposition des principes de l'OICV* qui constitue le principal outil d'analyse de la réglementation. Deux séminaires régionaux de formation des personnels des autorités de régulation à l'usage de la méthodologie se sont tenus à Bombay (en avril) pour la région Asie-Pacifique, et à Bahreïn (en novembre) pour la région Afrique et Moyen-Orient.

L'AMF a pour sa part contribué à ces initiatives en participant à l'animation des séminaires régionaux de l'OICV, en finançant la traduction de *la Méthodologie* en français, ou encore en contribuant aux côtés de ses homologues francophones réunis au sein de l'IFREFI, à l'animation d'un séminaire de formation en français sur l'ensemble des aspects de la régulation financière couverts par la méthodologie.

