



Autorité des marchés financiers

# Rapport annuel 2014

AUTORITÉ  
DES MARCHÉS FINANCIERS

**AMF**

Le présent rapport annuel couvre l'année 2014 et les premiers mois de 2015.  
Il a été réalisé par les services de l'AMF et achevé d'être rédigé le 12 février 2015.

Il a été arrêté le 2 avril 2015 par Gérard Rameix, président de  
l'Autorité des marchés financiers, et par M. Jean-Claude Hassan,  
Mme Martine Ract-Madoux, M. Michel Camoin, M. Robert Ophèle,  
M. Patrick de Cambourg, M. Bernard Coupez, M. Thierry Philipponnat,  
M. Christian de Boissieu, M. Helman le Pas de Sécheval, M. Jean-Pierre Hellebuyck,  
M. Jean-Claude Hanus, M. Christian Schricke, Mme Sophie Langlois,  
M. Jean-Luc Enguéhard, Mme Sylvie Lucot, membres du Collège.

Rapport  
au président  
de la République  
et au Parlement  
2014

# Sommaire

---

Édito .....	03
L'AMF en bref .....	04
Le Collège de l'AMF.....	05
La Commission des sanctions .....	06
Les directions de l'AMF .....	07
Introduction .....	08

## Chapitre 1

L'Autorité des marchés financiers et les épargnants .....	12
--------------------------------------------------------------	----

## Chapitre 2

Les intermédiaires financiers et les produits d'épargne .....	22
------------------------------------------------------------------	----

## Chapitre 3

Les marchés, le post-marché et les infrastructures de marché .....	58
-----------------------------------------------------------------------	----

## Chapitre 4

Les opérations financières et la qualité de l'information .....	70
--------------------------------------------------------------------	----

## Chapitre 5

La surveillance des marchés, les contrôles et les enquêtes .....	100
---------------------------------------------------------------------	-----

## Chapitre 6

Les transactions et les sanctions .....	116
-----------------------------------------	-----

La présentation des comptes de l'Autorité des marchés financiers.....	134
--------------------------------------------------------------------------	-----

Les indicateurs .....	148
-----------------------	-----



# Édito



En 2014, les marchés financiers ont repris des couleurs. Cette tendance, qui s'est confirmée sur le premier trimestre 2015, est notamment portée par la politique monétaire très volontariste de la Banque centrale européenne. La faiblesse historique des taux d'intérêt ne dispense cependant pas d'une réflexion sur les modes de financement des entreprises permettant dans la durée de favoriser la croissance économique. Tout laisse prévoir en effet que les entreprises européennes, et particulièrement françaises, devront, en complément du crédit bancaire, recourir davantage à d'autres solutions de financement et singulièrement à celles offertes par les marchés de capitaux.

Dans ce contexte, l'initiative lancée par le président de la Commission européenne, Jean-Claude Juncker, en faveur d'une Union des marchés de capitaux est une opportunité. Nous participerons activement aux réflexions initiées dans ce cadre, en formulant par exemple des propositions de révision de la directive Prospectus dans l'objectif de simplifier les démarches liées à la cotation, sans toutefois réduire le niveau de transparence indispensable à la protection des investisseurs. Nous contribuerons également à la définition des conditions du développement d'une titrisation saine, transparente et normalisée.

En 2014, les équipes de l'AMF se sont pleinement investies dans les travaux de révision de la directive encadrant les marchés d'instruments financiers avec plusieurs objectifs : une régulation plus stricte du *trading* à haute fréquence, un accès des investisseurs à un conseil de qualité ou encore des règles améliorées de création et de commercialisation des produits financiers.

L'AMF s'est également fortement mobilisée pour alerter les particuliers sur les dangers du Forex et des options binaires en lançant une vaste campagne de communication digitale. Nous entendons poursuivre notre action en 2015 avec détermination, en utilisant tous les moyens à notre disposition et avec l'espoir d'obtenir l'interdiction de la publicité sur internet pour les produits les plus risqués.

En agissant ainsi, l'AMF est dans son rôle de protection de l'épargne. C'est à cette condition que les citoyens pourront se sentir davantage en confiance et allouer une partie plus importante de leur épargne à des produits financiers susceptibles de concourir au financement long des entreprises.

L'Autorité des marchés financiers, qui a toujours assumé pleinement son rôle de gendarme de la bourse, est aujourd'hui inquiète du bouleversement possible des règles applicables aux abus de marché et, pour parler clair, du risque d'une perte d'efficacité de la répression des infractions boursières.

Les règles françaises qui permettaient depuis près de trente ans pour les abus de marché des procédures parallèles – au demeurant rares – devant le juge pénal et devant la Commission des sanctions de l'AMF devront être repensées. En effet, le principe vient d'être posé par le Conseil constitutionnel qu'une poursuite engagée dans l'une des deux voies fermerait désormais l'autre voie.

Le choix peut s'avérer difficile entre une procédure dite « administrative » permettant, dans un délai assez bref, le prononcé d'une amende possiblement forte et une poursuite pénale à charge symbolique plus forte et pouvant déboucher sur le prononcé d'une peine de prison (jusqu'à présent assortie très généralement du sursis) mais soumise à des contraintes de procédures telles que sa durée est aléatoire et se compte en années.

En ce domaine, le dernier mot reviendra au législateur qui devra faire preuve de réalisme et donner la priorité à l'efficacité de la sanction qui, particulièrement dans le domaine financier, doit intervenir dans des conditions de délai et de prévisibilité compatibles avec la vie économique.

**Gérard Rameix**  
Président de l'Autorité des marchés financiers

# L'AMF en bref

---

L'Autorité des marchés financiers (AMF) régule la place financière française, ses acteurs et les produits d'épargne qui y sont commercialisés, elle veille également à la bonne information des investisseurs et les accompagne en cas de besoin, grâce à son dispositif de médiation. Autorité publique indépendante, elle dispose d'un pouvoir réglementaire et d'une large autonomie financière et de gestion.

## Ses missions : réguler, informer et protéger

L'Autorité des marchés financiers (AMF) a pour missions de veiller :

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

## Son domaine d'intervention

L'AMF régule les acteurs et produits de la place financière française :

- les marchés financiers et leurs infrastructures ;
- les sociétés cotées ;
- les intermédiaires financiers autorisés à fournir des services d'investissement ou des conseils en investissements financiers (établissements de crédit autorisés à fournir des services d'investissement, entreprises d'investissement, sociétés de gestion de portefeuille, conseillers en investissements financiers, démarcheurs) ;
- les produits d'épargne collective investie dans des instruments financiers.

## Ses pouvoirs et ses compétences

Pour remplir ses missions, l'Autorité des marchés financiers :

- édicte des règles ;
- autorise les acteurs, vise les documents d'information sur les opérations financières et agréé les produits d'épargne collective ;
- surveille les acteurs et les produits d'épargne soumis à son contrôle ;
- mène des enquêtes et des contrôles ;
- dispose d'un pouvoir de sanction ;
- informe les épargnants et propose un dispositif de médiation.

## Son fonctionnement

L'Autorité des marchés financiers comprend un Collège avec, à sa tête, le président de l'AMF et une Commission des sanctions habilitée à prononcer des sanctions disciplinaires et pécuniaires. Elle dispose également de cinq commissions consultatives dont le rôle principal est d'éclairer les décisions du Collège susceptibles d'avoir un impact sur les professionnels ou sur la protection des intérêts des épargnants.

Elle s'appuie sur l'expertise d'environ 450 collaborateurs et perçoit le produit des droits et contributions versés par les acteurs soumis à son contrôle, ce qui lui permet de disposer de l'autonomie financière.

L'AMF agit en coordination avec les autres autorités françaises de régulation, du secteur de la banque et de l'assurance, notamment, et coopère activement avec ses homologues européens et étrangers. Elle consulte régulièrement professionnels, épargnants et universitaires afin de faire évoluer la réglementation financière.

# Le Collège de l'Autorité des marchés financiers

Le Collège de l'Autorité des marchés financiers est l'organe décisionnel de l'AMF. Il adopte les nouvelles réglementations, prend les décisions individuelles (conformité des offres, agréments des sociétés de gestion et des produits d'épargne collective, visas, etc.), examine les rapports de contrôle et d'enquête. En tant qu'organe de poursuite, il décide de l'ouverture des procédures de sanction ou d'injonction. Il peut également proposer l'entrée en voie de composition administrative (dispositif de transaction limité aux manquements professionnels) et valide les accords ainsi obtenus. Il arrête le budget et approuve le compte financier de l'AMF.



- 1. Gérard Rameix**  
président
- 2. Jean-Claude Hassan**  
designé par le vice-président du Conseil d'État
- 3. Martine Ract-Madoux**  
designée par le Premier président de la Cour de cassation
- 4. Michel Camoin**  
designé par le Premier président de la Cour des comptes
- 5. Robert Ophèle**  
designé par le gouverneur de la Banque de France
- 6. Patrick de Cambourg**  
président de l'Autorité des normes comptables
- 7. Bernard Coupez**  
designé par le président du Sénat
- 8. Thierry Philipponnat**  
designé par le président de l'Assemblée nationale



**9. Christian de Boissieu**  
designé par le président du Conseil économique et social

**10. Helman le Pas de Sécheval**  
designé par le ministre chargé de l'Économie

**11. Jean-Pierre Hellebuyck**  
designé par le ministre chargé de l'Économie

**12. Jean-Claude Hanus**  
designé par le ministre chargé de l'Économie

**13. Christian Schricke**  
designé par le ministre chargé de l'Économie

**14. Sophie Langlois**  
designée par le ministre chargé de l'Économie

**15. Jean-Luc Enguéhard**  
designé par le ministre chargé de l'Économie

**16. Sylvie Lucot**  
designée par le ministre chargé de l'Économie



# La Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers

La Commission des sanctions est l'organe de jugement de l'Autorité des marchés financiers. Elle dispose d'une totale autonomie de décision. Elle peut sanctionner toute personne dont les pratiques sont contraires aux lois et règlements du champ de compétence de l'AMF et qui sont de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché. Elle statue sur les griefs qui lui sont transmis par le Collège de l'AMF. Elle homologue les accords de composition administrative (dispositif de transaction limité aux manquements professionnels) que lui soumet le Collège. Enfin, elle participe à l'effort de pédagogie de l'AMF en précisant, dans la motivation de ses décisions, la réglementation financière.



**1. Michel Pinault**  
désigné par le vice-président du Conseil d'État **1**

**2. Guillaume Goulard**  
désigné par le vice-président du Conseil d'État **2**



**3. Christophe Soulard**  
désigné par le Premier président de la Cour de cassation **1**

**4. Marie-Hélène Tric**  
désignée par le Premier président de la Cour de cassation **2**

**5. Bruno Gizard**  
désigné par le ministre chargé de l'Économie **1**

**6. France Drummond**  
désignée par le ministre chargé de l'Économie **1**



**7. Christophe Lepitre**  
désigné par le ministre chargé de l'Économie **2**

**8. Patricia Lazard Kodyra**  
désignée par le ministre chargé de l'Économie **1**

**9. Anne-José Fulgeras**  
désignée par le ministre chargé de l'Économie **2**

**10. Bernard Field**  
désigné par le ministre chargé de l'Économie **2**

**11. Lucien Millou**  
désigné par le ministre chargé de l'Économie **1**

**12. Miriasi Thouch**  
désigné par le ministre chargé de l'Économie **1**



**1** Première section  
**2** Deuxième section



# Les directions de l'AMF

---



# Introduction

---

**L'action de l'AMF s'est inscrite en 2014 dans un environnement macro-économique marqué par une croissance et une inflation faibles et des taux d'intérêt maintenus à un niveau historiquement bas par la Banque centrale européenne (BCE). La conjonction de ces éléments crée une situation contrastée avec des marchés d'actions retrouvant leur dynamisme malgré les évolutions décevantes de l'emploi, de l'endettement et de la croissance.**

Dans cet environnement, le régulateur des marchés doit redoubler de vigilance et doit s'assurer que les marchés financiers participent pleinement à la reprise de l'économie tout en veillant à ce que ne se développent pas des phénomènes de bulle. Quant à l'allocation de l'épargne, notamment des ménages, il convient d'accompagner les investisseurs qui se montrent encore réticents à assumer le risque d'un investissement financier long ou, au contraire, prêts à se laisser abuser par le mirage d'offres irréalistes ou malhonnêtes.

## **Une économie marquée par le bas niveau des taux**

Dans un contexte déjà marqué par un ralentissement continu depuis 2010, l'activité a été moins élevée que prévu en 2014 dans la plupart des zones géographiques à l'exception des États-Unis. Elle est apparue modeste en France, comme dans la zone euro (respectivement +0,4% et +0,9% en 2014). Cependant, depuis quelques mois, plusieurs facteurs de soutien à la reprise économique sont à l'œuvre en Europe : l'évolution de la parité euro-dollar, la baisse du prix du pétrole, ainsi que la politique monétaire extrêmement volontariste de la BCE pourraient laisser présager une embellie sur le front de la croissance.

Après avoir ramené, en septembre 2014, son taux principal de refinancement au niveau historiquement bas de 0,05%, la BCE a annoncé début 2015, puis commencé de mettre en œuvre sa politique d'assouplissement quantitatif (*Quantitative Easing*). À la fois novatrice et de grande envergure, celle-ci comprend notamment un programme de rachats de titres de dettes publiques et privées pour un montant total de 1 140 milliards d'euros d'ici à septembre 2016. En conséquence, le prix de l'argent à plus long terme a poursuivi sa tendance baissière dans les principales régions du monde. En France, comme en Allemagne, le rendement des emprunts d'État à dix ans est même passé au second semestre sous le seuil symbolique de

1%, alors qu'il était encore à près de 2,6% en France et de 2% en Allemagne fin 2013. De leur côté, les émetteurs privés obligataires en Europe ont également bénéficié d'une amélioration de leurs conditions de financement. La dégradation sensible observée au cours du second semestre 2014 pour les sociétés les plus risquées (*high yield*) ne s'est pas prolongée sur les premiers mois de 2015.

Sur les marchés, l'année 2014 a été marquée par une forte activité. Au niveau mondial, les émissions nettes de titres de dette internationaux ont ainsi progressé de 3% à 674 milliards de dollars. Et sur le marché des dérivés, les montants notionnels se sont maintenus à des niveaux élevés, quoiqu'en légère baisse par rapport à fin 2013 avec plus de 690 trillions de dollars d'encours à la mi-2014.

Sur le marché des actions, les valorisations ont progressé dans la plupart des zones géographiques en 2014, les hausses étant cependant plus marquées dans les pays développés et, plus précisément, aux États-Unis, où les principaux indices boursiers, à l'image du S&P 500 (+11,5% sur l'année), ont atteint des niveaux record en fin d'année. En Europe, les hausses se sont avérées plus modestes, de l'ordre de 2,7% pour le CAC40 (dividendes réinvestis) ou encore pour le DAX30, à son plus haut historique en décembre, et de 1,2% pour le DJ Eurostoxx50. Sur Euronext comme sur Alternext, la capitalisation des actions cotées est restée sur une tendance positive (respectivement +5,5% et +2,2% par rapport à 2013). Enfin, les volumes échangés sur l'ensemble des marchés d'Euronext ont progressé de 18%, avec un volume quotidien de 5,8 milliards d'euros (dont 3,8 milliards d'euros à Paris).

## **Une activité 2014 importante pour l'AMF**

À Paris, le nombre de sociétés cotées (hors marché libre) s'est inscrit en légère hausse (728 contre 725 fin 2013), tendance qui reflète l'activité observée sur le

marché des introductions en bourse sur la majeure partie de l'année. Sur l'ensemble de 2014, les montants levés à Paris au cours de ces opérations se sont en effet élevés à près de 4,3 milliards d'euros, soit trois fois plus qu'en 2013. Au total, 28 sociétés ont ainsi rejoint la cote parisienne, parmi lesquelles Coface, Elios, GTT et Wordline, dont 19 sur le marché réglementé. S'agissant des sociétés déjà cotées, près de 14 milliards d'euros ont été levés sur les marchés d'actions.

Sur le marché obligataire, le marché parisien est également resté actif, avec notamment des émissions de dette hybride et l'émergence des *green bonds*.

Dans ce contexte porteur, l'AMF a souhaité réexaminer le cadre des introductions en bourse avec l'objectif de le rendre plus compétitif, tout en préservant l'accès pour les particuliers. Après avoir été mises en consultation publique, les propositions, publiées le 25 septembre 2014, ont été retenues et ont fait l'objet d'une position-recommandation et de modifications du règlement général de l'AMF en vigueur depuis 21 janvier 2015.

Au total, le marché a bel et bien retrouvé sa fonction de financement et un certain dynamisme comme le laissait paraître l'exercice 2013 : l'AMF a accordé 411 visas hors offres publiques, après 365 en 2013, soit une augmentation de près de 13 %. Côté fusions-acquisitions, l'année a également été active avec 38 décisions de conformité prises par l'AMF. Parmi les opérations les plus médiatiques, figure la bataille boursière à rebondissements pour le contrôle du Club Med avec une période d'offre record de plus de vingt et un mois. Dans ce dossier, l'AMF a mis en œuvre, pour la première fois, des articles de son règlement général lui permettant de contraindre les deux candidats au rachat du groupe à réduire les délais de surenchère. Par ailleurs, les opérations SFR-Numéricable et Alstom-General Electric ont poussé le régulateur à initier une réflexion sur l'opportunité de renforcer le cadre applicable aux cessions d'actifs très significatifs de sociétés cotées.

Un groupe *ad hoc* a été constitué en 2014. L'AMF a lancé en février 2015 une consultation sur le sujet et les travaux seront finalisés avant l'été.

Du côté de la gestion d'actifs, 2014 restera comme une année favorable. Les encours sous gestion ont progressé de 3 % à 1 349 milliards d'euros (organismes de placement collectif hors organismes de titrisation). Et le nombre des sociétés de gestion de portefeuille est passé de 613 à 634, avec 48 nouvelles sociétés de gestion agréées par l'AMF sur l'année (soit 23 % de plus qu'en 2013). Nombre de ces nouveaux acteurs conduisent des projets entrepreneuriaux sur des classes d'actifs dits réels (immobilier et capital investissement). Sur le plan réglementaire, l'année a permis d'achever la mise en place effective de la directive AIFM sur les gestionnaires de fonds alternatifs. De fait, l'activité des services a été d'une rare intensité avec près de 400 dossiers d'agrément présentés au Collège, le triple d'une année normale. 2014 a également vu la mise en œuvre des premiers *reportings* dans le cadre de cette directive, qui nécessitait de mettre en place des dispositifs adaptés pour collecter les données et les traiter.

L'actualité des infrastructures de marché a été marquée par l'entrée en bourse d'Euronext en juin 2014, après le désengagement de l'Intercontinental Exchange (ICE). Cette opération a été suivie de près par l'AMF et ses homologues au sein du collège des régulateurs qui souhaitent s'assurer du bon fonctionnement des marchés qu'elle opère au-delà d'une conjoncture favorable en 2014. Euronext, à l'occasion de la scission, a attiré un noyau dur d'actionnaires, gage de stabilité et de pérennité de l'entreprise.

Enfin, en 2014, la Commission des sanctions a rendu 24 décisions concernant 87 personnes physiques ou morales. Au total, elle a prononcé des sanctions pécuniaires, pour un montant global de près de 33 millions d'euros. La Commission des sanctions a également prononcé 13 sanctions disciplinaires allant

de l'avertissement à l'interdiction définitive d'exercer. La Commission a ainsi sanctionné pour un montant total de 16 millions d'euros Elliott Advisors et Elliott Management respectivement pour transmission et utilisation d'une information privilégiée. La Commission a aussi montré qu'elle restait vigilante quant à l'information financière divulguée par les émetteurs. Elle a, par ailleurs, mis à l'amende vingt intermédiaires en biens divers pour avoir manqué à leurs obligations professionnelles. Enfin, la Commission a homologué neuf accords de composition administrative. Ce qui porte à vingt le nombre des transactions signées depuis l'entrée en vigueur de ce dispositif introduit par la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010.

### Les enjeux internationaux et européens

Déterminée à porter sa vision d'une régulation propre à assurer le développement de marchés sûrs et transparents au service du financement de l'économie et à susciter le retour de la confiance des investisseurs, l'AMF a œuvré, cette année encore, dans les instances internationales et européennes.

Son action repose sur une stratégie forte : redonner confiance aux investisseurs en participant à la construction d'un système financier mondial plus solide et mieux surveillé, rapprocher les pratiques et les règles pour accroître la protection des investisseurs et assurer une saine concurrence entre les professionnels. Elle prône également un dialogue actif entre superviseurs bancaires et de marchés pour calibrer des règles cohérentes, réactives et équilibrées.

Dans la mesure où une grande partie des règles applicables en France sont élaborées au niveau européen, l'AMF y concentre une grande partie de ses efforts. Ainsi, lors de la dernière année de la mandature 2010-2014, l'AMF a plus particulièrement suivi la finalisation de textes-clés dont l'élaboration s'est conclue avec des avancées notables. Tel est le cas des textes réformant la directive sur les Marchés d'instruments financiers (directive MIF), de la régulation des dépositaires d'OPCVM, des mesures trans-sectorielles sur l'information due au client sur les produits d'investissement à destination des investisseurs non professionnels (règlement PRIIPS) ou encore en matière de lutte contre les abus de marché. En 2015, l'AMF restera vigilante sur la réforme de la régulation des fonds

monétaires. Elle apportera sa contribution aux travaux de révision des directives Transparence et Prospectus ainsi qu'à l'élaboration de la réglementation sur les dépositaires centraux.

L'AMF s'est également fortement impliquée, l'an passé, dans la préparation de nombreux standards techniques et avis de l'ESMA à la Commission européenne. Ainsi, 2014 a été marqué au premier chef par la préparation des textes d'application du règlement et de la directive réformant la directive sur les Marchés d'instruments financiers, travail qui se poursuivra en 2015. Cet exercice, qui consiste en l'élaboration de plus d'une centaine de standards et d'avis techniques dans des délais très courts, en vue d'une adoption s'échelonnant entre début 2015 et début 2016, représente un défi tant pour les régulateurs réunis au sein de l'ESMA que pour les parties consultées, en particulier les entités régulées qui devront avoir pris les mesures nécessaires pour respecter ces textes début 2017. L'AMF restera donc mobilisée en 2015 dans le cadre de l'ESMA pour parachever ces normes qui contribueront à une application homogène des textes en Europe. Parallèlement, elle sera pleinement investie dans les travaux de transposition en droit français.

Par ailleurs, le règlement EMIR sur les dérivés négociés de gré à gré demeure une source importante d'élaboration de standards techniques. Le régime de passeport intra-européen et celui dont bénéficient les acteurs de pays tiers doivent également être cités au titre des chantiers importants engagés à l'ESMA qui suscitent l'engagement et la vigilance de l'AMF.

S'agissant encore de régulation de marchés, sous un angle plus opérationnel, l'AMF s'est particulièrement investie dans les travaux conduits au sein de l'ESMA pour optimiser les outils informatiques en les mutualisant dans la mesure du possible afin de créer des systèmes communs de collecte et de gestion des données pour les besoins des superviseurs nationaux et de l'ESMA.

Preuve de cette implication européenne pour une plus grande convergence dans l'application des règles, les experts de l'AMF sont mobilisés dans plus de cinquante groupes de travail techniques de l'autorité européenne. En 2014, Gérard Rameix a été réélu au *Management Board* de l'ESMA. Il préside le comité permanent dédié à l'information financière (*Corporate Finance Standing Committee*).

Au plan international, l'AMF contribue également à l'élaboration de standards internationaux, sous l'égide de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) et du Conseil de stabilité financière (FSB). La coordination des politiques de régulation au niveau mondial doit en effet permettre de limiter les écarts entre les réglementations nationales et les possibilités d'arbitrage. Les équipes de l'AMF ont ainsi pris une part active dans les comités et groupes de travail de l'Organisation en vue de la finalisation des réformes engagées pour renforcer la stabilité du système financier. Il s'agit notamment de la réforme des marchés de dérivés de gré à gré, de l'encadrement de la finance parallèle (*shadow banking*) ou encore du développement de méthodologies permettant d'identifier les institutions financières non bancaires et non assurantielles qui présentent potentiellement un risque systémique.

Dans quelques années, 2014 apparaîtra sans doute rétrospectivement comme une année charnière de la régulation des marchés financiers, tant au plan international qu'europeen. Elle marque en effet la fin d'une période d'intense production normative destinée à remédier aux effets de la crise de 2008, avant que ne s'enclenche un cycle de régulation davantage orienté vers la stimulation de la croissance au bénéfice des économies. Tel est tout particulièrement le cas au plan européen où l'agenda de la nouvelle Commission euro-

péenne est placé sous le signe du retour à la croissance durable, dont un élément important sera l'Union des marchés de capitaux annoncée dans ses orientations politiques par le président de la Commission européenne, Jean-Claude Juncker.

En amont du renouvellement des institutions européennes, l'AMF a travaillé sur les priorités qui devraient, selon elles, être celles de l'Europe pour les années à venir en matière de régulation financière européenne. Elle a présenté ses réflexions dans un document intitulé « Europe 2014-2019. Objectifs : convergence et croissance ». L'AMF insiste tout particulièrement sur la nécessité d'assurer la mise en œuvre effective et harmonisée des règles européennes, de favoriser la transversalité, la cohérence et la stabilité de celles-ci, et de promouvoir la place de l'Union européenne dans un monde multipolaire. En outre, en cohérence avec les orientations de son plan stratégique « Redonner du sens à la finance », l'AMF avance des propositions d'actions visant à mettre les marchés au service de l'économie réelle, réconcilier émetteurs et investisseurs avec les marchés de capitaux et maintenir l'efficience et l'intégrité des marchés. Il s'agit là d'une première contribution aux débats qui vont marquer l'année 2015 à la suite de la consultation annoncée par la Commission européenne pour que soit progressivement mise en place, d'ici 2019, une Union des marchés de capitaux.



# Chapitre 1

## L'Autorité des marchés financiers et les épargnants

1. La protection .....	13
2. La Médiation .....	20

En 2014, l'AMF a poursuivi ses actions de protection des épargnants dans des domaines aussi divers que la lutte contre les dangers du Forex, les pratiques de commercialisation des produits financiers dans les banques privées et la sphère internet, l'information sur l'épargne salariale ou la distribution de « biens divers » via des communications à caractère promotionnel souvent trompeuses. Pour augmenter leur efficacité, l'AMF mène une partie croissante de ses interventions en partenariat, notamment, avec l'Institut national de la consommation (INC), l'Union nationale des associations familiales (UNAF) ou, de plus longue date, avec la Banque de France.

# 1. La protection

---

## A. FORTE MOBILISATION DE L'AMF CONTRE LES DANGERS DU FOREX

Alarmée par les nombreuses plaintes reçues de clients séduits par le *trading* sur CFD (*Contract for Difference*) et Forex et y ayant perdu des sommes importantes, l'AMF a procédé à une série de contrôles puis a lancé une étude couvrant un large panel d'investisseurs particuliers et visant à déterminer leurs profits ou pertes sur ces instruments financiers.

Menée auprès de prestataires agréés proposant du *trading* sur le marché des changes ainsi que du *trading* de CFD, cette étude a porté sur 15 000 investisseurs particuliers, clients de sites internet autorisés à proposer des investissements sur ces marchés.

Les enseignements qui peuvent en être retirés confirment le danger de ces marchés pour le grand public : entre 2009 et 2012, non seulement 9 clients sur 10 y ont été perdants mais plus les *traders* particuliers ont été actifs (plus ils ont passé d'ordres ou plus leurs mises ont été importantes) et plus leurs pertes ont été significatives. Quant aux apprentis *traders* qui ont « persévéré », ils n'ont fait qu'aggraver leurs pertes au fil du temps.

Cette étude, qui n'a pourtant porté que sur des prestataires régulés, a donc confirmé le niveau de risque extrêmement élevé de ces instruments financiers, peu adaptés à la grande majorité des investisseurs particuliers.

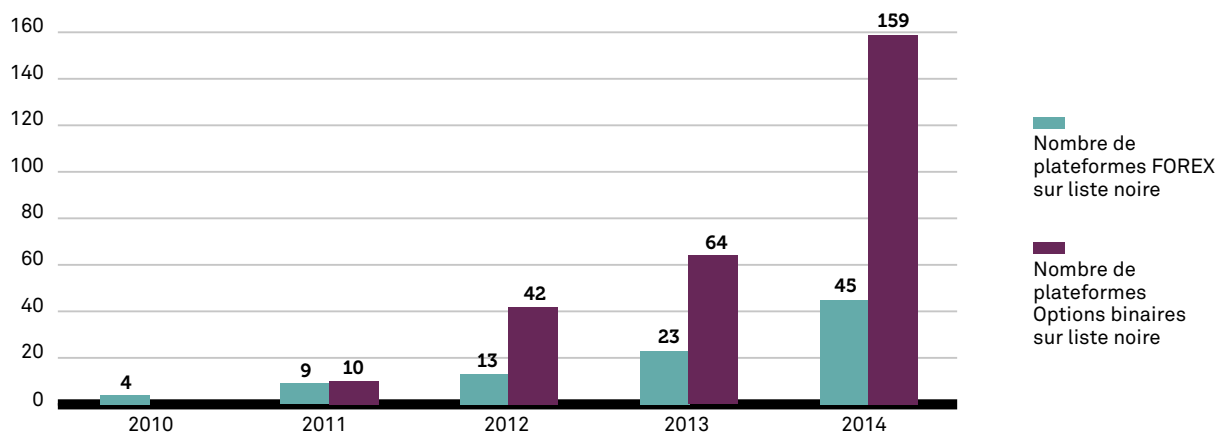
De surcroît, les offres pour *trader* sur internet émanent de nombreuses sociétés qui ne disposent pas toujours des autorisations nécessaires et exercent en toute illégalité. Parmi ces sociétés, certaines se livrent à de véritables escroqueries, sous le couvert de sites attractifs, apparemment sérieux et professionnels. En réalité, l'argent misé par les particuliers est tout simplement détourné et les recours extrêmement limités.

Pour protéger les particuliers des agissements de sociétés peu scrupuleuses, la prévention reste l'arme la plus efficace. C'est pourquoi l'AMF a lancé, en octobre 2014, une vaste campagne de communication sur internet pour sensibiliser les internautes aux dangers du Forex. Conçue pour capter l'attention de façon décalée, cette campagne a utilisé le support d'insertions publicitaires ayant les mêmes codes et promesses que ceux des annonceurs vantant les mérites du *trading* en ligne pour les particuliers : un *pop-in*<sup>1</sup> a interpellé l'internaute à qui a été révélé le caractère détourné de la publicité d'accroche. Puis, il l'a mené sur le site internet de l'AMF où un contenu pédagogique lui a fait comprendre les risques liés au *trading* sur le Forex grâce à une vidéo, des témoignages, de l'infographie, un glossaire et une FAQ.

---

1. Un *pop-in* est une fenêtre qui s'affiche sur la page d'un site internet, recouvrant un contenu.

## NOMBRE D'ACTEURS FIGURANT SUR LA « LISTE NOIRE PUBLIÉE » PAR L'AMF ET L'ACPR



Cette campagne a touché un large public avec plus de 37 000 clics enregistrés sur les fausses publicités disponibles sur les sites internet partenaires.

En 2014, pour la première fois, l'AMF a utilisé, à propos du Forex, la voie judiciaire pour obtenir le blocage de l'accès à des sites proposant sans autorisation du *trading* sur Forex. Après avoir mis en demeure les opérateurs, les hébergeurs et les fournisseurs d'accès, l'AMF a ainsi obtenu trois ordonnances du Tribunal de grande instance de Paris prononçant une injonction

judiciaire de bloquer l'accès de cinq sites proposant des transactions sur le Forex. Forte de ce succès, l'AMF entend renouveler ce type d'actions.

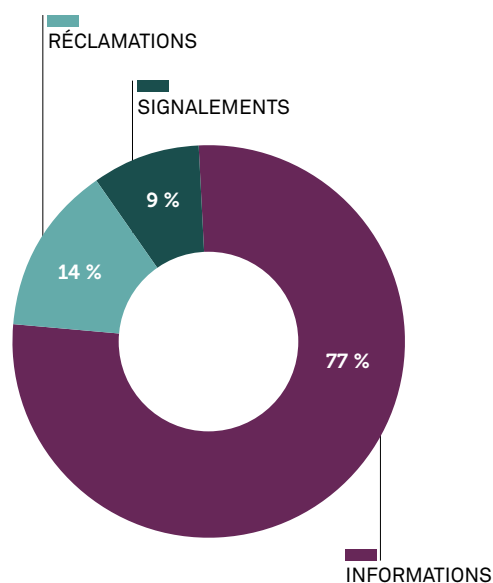
En outre, depuis quatre ans, l'AMF s'emploie, aux côtés de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), à mettre en garde le public en France contre les dangers liés à l'investissement sur le Forex. Les deux autorités publient régulièrement une liste des acteurs fournissant des services d'investissement sans autorisation sur le territoire français. L'AMF publie également

### LES CHIFFRES 2014 D'ÉPARGNE INFO SERVICE

**12 108** demandes, soit  
+ **23 %** par rapport à 2013

#### LES APPELS À EIS CONCERNENT...

**Hausse des réclamations par rapport à 2013**  
+ **301 %** sur options binaires  
**Réclamations sur Forex**  
+ **42 %** sur Forex





une mise en garde à l'encontre des plateformes d'options binaires non habilitées. Les signalements par des particuliers toujours plus nombreux ont conduit les deux autorités à réaliser des mises à jour de plus en plus fréquentes de ces listes. Le nombre de plateformes Forex non autorisées ainsi listées est passé de 4 en 2010 à 45 en 2014 et celui des plateformes d'options binaires, de 10 en 2011 à 159 à fin décembre 2014.

Afin de vérifier l'efficacité des alertes publiées, l'AMF a mis en place un outil de veille sur internet qui permet de mesurer les impacts médiatiques de chacune des alertes sur les épargnants et les professionnels. Les internautes semblent mieux informés grâce aux relais de sites d'information ou de forums qui les redifusent.

## B. UN NOUVEAU PARTENARIAT AVEC L'UNAF POUR UN MEILLEUR ACCOMPAGNEMENT DES PERSONNES PROTÉGÉES

L'AMF et l'Union nationale des associations familiales (UNAF) ont signé le 2 décembre 2014 une convention de partenariat qui a pour objectif de développer l'information et la pédagogie dans le domaine financier à destination des particuliers et professionnels engagés dans la protection des intérêts des personnes protégées.

L'AMF s'est intéressée, à partir de 2013, aux personnes qui font l'objet de mesures de protection. En France, cette population qui ne cesse de croître dépasse les 800 000 personnes. Lorsque les familles ne sont pas en mesure d'exercer elles-mêmes leur protection, les juges

### Le traitement des produits dits « atypiques »

La loi du 17 mai 2014 relative à la consommation a créé une seconde catégorie d'intermédiaires en biens divers, visant toutes les personnes qui offrent des droits sur un ou plusieurs biens en mettant en avant une espérance de rendement. Concrètement, il s'agit de viser les distributeurs de produits de placement dits « atypiques » comme les lettres et manuscrits, les œuvres d'art, les panneaux solaires, le vin, les diamants, etc. La loi encadre la communication promotionnelle sur ces produits et habilite l'AMF à en vérifier la conformité avec les dispositions du code monétaire et financier.

Ces intermédiaires en biens divers bénéficient d'un régime plus léger que celui applicable classiquement aux intermédiaires en biens divers :

- il leur est uniquement demandé de respecter dans toutes leurs communications promotionnelles des règles identiques à celles qui sont appliquées aux produits d'épargne sous forme d'instruments financiers (équilibre de l'information, mise en avant des risques, etc.) ;
- leurs communications promotionnelles ne font pas l'objet d'un examen préalable par l'AMF mais d'un examen *a posteriori* ;
- ils ne sont pas soumis au pouvoir de contrôle et de sanction de l'AMF, mais l'AMF peut néanmoins prononcer une injonction (qui peut être rendue publique) à l'encontre d'un intermédiaire ne respectant pas les règles relatives aux communications promotionnelles.

Les pouvoirs de l'AMF sur les communications promotionnelles de ces produits s'exercent sans préjudice des compétences générales de contrôle et de sanction de la Direction générale de la concurrence, de la consommation et de la répression des fraudes (DGCCRF). Pour faire face à la multiplication des offres de placements atypiques faites au public, l'AMF s'est organisée afin de permettre une surveillance dans ce domaine (produits et acteurs) et d'assurer un traitement efficace des signalements reçus, émanant le plus souvent de particuliers, mais aussi de professionnels (associations de CIF par exemple).

1

2

3

4

5

6

désignent des professionnels, dénommés mandataires judiciaires, pour s'occuper de leurs intérêts. Ces professionnels, qui doivent répondre à des conditions de formation, de compétence et de moralité, représentent les personnes protégées dans les actes nécessaires à la gestion de leur patrimoine. Ils sont notamment tenus d'apporter à celles-ci des soins prudents, diligents et avisés, dans le seul intérêt de la personne protégée. Ils doivent ainsi non seulement conserver le patrimoine mais également le valoriser. Leur tâche n'est donc pas aisée d'autant qu'ils sont confrontés à des situations patrimoniales différentes et parfois très complexes.

L'AMF a proposé à l'UNAF, premier opérateur associatif de tutelles et de curatelles (150 000 mesures en 2014), de contribuer à la formation des mandataires judiciaires. Pour ce faire, l'AMF a élaboré un module de formation spécifique, intitulé « Produits d'épargne et intérêt de la personne protégée », sur la base des besoins exprimés par les mandataires judiciaires des Unions départementales des associations familiales (UDAF).

Outre la présentation des différents produits d'épargne, ce module vise principalement à attirer l'attention des mandataires judiciaires sur les questions qu'ils doivent se poser avant de faire des propositions d'investissement ou de désinvestissement aux juges des tutelles. Cette formation permet ainsi aux mandataires judiciaires d'acquérir et de consolider des compétences en matière d'épargne afin de gagner en efficacité au bénéfice des personnes protégées.

L'AMF a déjà animé cinq formations auprès de 350 collaborateurs de l'UNAF et des UDAF d'Orléans, Nancy et Dijon. Deux de ces sessions se sont tenues en présence de juges des tutelles. Elles ont permis à l'ensemble des participants de réfléchir à l'amélioration de leurs pratiques. Des formations sont d'ores et déjà programmées pour l'année 2015 à Paris et en régions.

En parallèle, l'AMF est intervenue à l'École nationale de la magistrature (ENM) devant une centaine de juges des tutelles pour les majeurs et de juges aux affaires familiales pour les mineurs. Elle leur a présenté le module de formation déjà présenté aux mandataires judiciaires afin qu'ils acquièrent les mêmes compétences et les mêmes réflexes en matière de prise de décision.

Par cette double action de formation, l'AMF contribue pleinement à la professionnalisation des acteurs de la protection des personnes protégées dans le domaine financier.

## C. LE DÉVELOPPEMENT DU PARTENARIAT AVEC L'INSTITUT NATIONAL DE LA CONSOMMATION (INC)

Le 30 septembre 2013, l'Institut national de la consommation (INC) et l'AMF avaient pérennisé leurs trois années de collaboration en signant une convention de partenariat en faveur du développement de l'information et de la formation des consommateurs en matière d'épargne. Dans ce cadre, l'INC et l'AMF ont conduit plusieurs actions conjointes en 2014.

Les deux partenaires ont ainsi produit cinq nouvelles émissions télévisuelles Consomag :

- Émission 1 : Comment constituer une épargne salariale ?
- Émission 2 : Comment se préparer financièrement pour la retraite ?
- Émission 3 : Les frais des placements financiers
- Émission 4 : Le *trading* sur Internet : une pratique à risque
- Émission 5 : La souscription de produits financiers sur Internet

Ces émissions ont été diffusées en novembre et décembre 2014 sur l'ensemble du réseau de France Télévisions (France 2, France 3, France 4, France 5 et France O). Elles sont consultables sur les sites internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)), rubrique Épargne Info Service > Infos et guides pratiques ainsi que sur le site de l'INC.

L'INC et l'AMF ont également créé une collection de fiches conseils, intitulée « Mon épargne clés en main ». L'objectif de ces fiches est d'aider les épargnants à faire les bons choix en matière d'épargne. Elles abordent ce que les épargnants doivent savoir et les questions qu'ils doivent se poser avant de s'engager. Ces fiches sont disponibles sur les sites internet de l'INC et de l'AMF.

## D. LA POURSUITE DES ACTIONS À DESTINATION DES ACTIONNAIRES INDIVIDUELS...

L'AMF a participé à l'étude d'Havas-Paris CSA intitulée « Actionnaires individuels : cassons les idées reçues ». Cette étude révèle que les actionnaires individuels sont des investisseurs patients. Les trois quarts d'entre eux entendent rentabiliser leur investissement sur le long terme, en misant sur la performance de l'entreprise. Pourtant, pour suivre leurs investissements,

ces mêmes actionnaires se réfèrent davantage au cours de bourse et aux résultats financiers qu'à la stratégie de l'entreprise et à ses perspectives d'évolution. L'actionnaire individuel regarde le passé et non le futur... pour investir sur le long terme. Ce constat confirme leur besoin de formation et d'information.

L'AMF a décidé de compléter son action dans ce domaine en organisant des réunions d'information pour les épargnants individuels, à Paris et en province. En 2014, une première série de sept réunions se sont tenues dont quatre en province avec la participation de la Banque de France, de la Fédération des investisseurs individuels et des clubs d'investissement (F2IC) et de l'Association pour le patrimoine et l'actionnariat individuel (APAI).

### ... et des professionnels

L'AMF organise également des événements à destination des professionnels, afin de relayer et de diffuser les bonnes pratiques et initiatives auprès des actionnaires individuels. En 2014, Euronext et l'AMF se sont ainsi associés pour réaliser une conférence intitulée « Pourquoi et comment promouvoir l'épargne long terme auprès des particuliers? ».

En 2015, l'AMF continuera d'affirmer son rôle à la fois de moteur et de relais sur l'ensemble des sujets qui concernent l'actionnariat individuel en vue de contribuer à son développement.

## E. LA VEILLE SUR LES PUBLICITÉS : ÉTAT DES LIEUX

En 2014, l'AMF a analysé plus de 4 800 communications publicitaires, tous supports confondus, portant sur les produits d'épargne et d'investissement.

En 2014, comme en 2013, une nouvelle publicité sur deux a concerné des propositions de placements spéculatifs risqués (*trading* au sens large, Forex, options binaires, etc.) avec pour canal de diffusion et de distribution internet.

Les publicités sur ces placements, en particulier sur le Forex et les options binaires, sont alléchantes pour l'épargnant, avec des promesses de rendement élevé, mais trompeuses, car sans mention des risques. Or, ces placements sont extrêmement risqués pour le grand public, comme l'a montré l'étude citée précédemment.

En parallèle, l'AMF a constaté l'évolution rapide des modes de commercialisation des produits financiers qui sont de plus en plus variés (ventes privées, *emailings*, etc.). Les établissements financiers mettent aujourd'hui à disposition des consommateurs leurs informations sur tous les canaux digitaux, en particulier les *smartphones* et les tablettes. Ces canaux donnent un accès 24h/24 à l'information mais également permettent d'acheter ou de souscrire différents produits bancaires ou financiers plus facilement. L'AMF reste donc très attentive à ces évolutions et adapte sa veille pour que les publicités et les informations destinées aux épargnants respectent les critères d'équilibre et le caractère « clair, exact et non trompeur » des messages commerciaux.

## F. LES VISITES MYSTÈRE

### 1. La campagne sur les banques privées

Après 8 campagnes de visites mystère réalisées dans les 11 principales banques de détail (soit 880 visites), l'AMF a conduit pour la première fois, en juillet et septembre 2013, une campagne de visites mystère auprès de 22 banques privées.

Cette campagne de visites mystère mettait en scène un prospect récemment retraité, disposant d'un patrimoine de 2 600 000 euros après la cession de son entreprise. Cette personne souhaitait investir le produit de sa vente pour obtenir un complément de revenu car le montant de sa retraite ne lui suffisait pas ; mais elle ne voulait toutefois pas alourdir sa fiscalité. Elle recherchait ainsi des revenus peu ou pas fiscalisés tout en respectant la législation fiscale.

Les objectifs de cette campagne étaient de :

- vérifier si le profil du prospect était correctement recherché ;
- vérifier la pertinence des propositions commerciales par rapport à ce profil ;
- vérifier la qualité de l'information donnée sur les produits proposés ;
- comparer les entretiens tenus dans une banque privée et dans une banque de détail.

Cette nouvelle campagne a permis de montrer que les conseillers des banques privées visitées effectuaient une découverte très approfondie du prospect et de sa demande sur la base d'un questionnaire généralement plus poussé que dans les banques de détail.

1

2

3

4

5

6

Ces visites ont également révélé que les propositions faites par les conseillers reposaient sur une stratégie fiscale axée principalement sur la souscription de contrats d'assurance vie et la mise en place de rachats programmés. Le contrat d'assurance vie apparaissait, en effet, comme la solution naturelle à la problématique posée par le prospect. Pour la plupart, les contrats recommandés ont été de droit luxembourgeois.

Cette uniformité de propositions n'est toutefois qu'apparente puisque les établissements ont suggéré différentes combinaisons de contrats, avec des sous-jacents et des niveaux de risque très variés. Peu

d'informations ont toutefois été communiquées au prospect lors de ce premier rendez-vous, notamment sur les risques encourus et la nature exacte des actifs sous-jacents.

Les conseillers financiers ont bien recherché à optimiser la situation fiscale du prospect comme celui-ci l'avait demandé. Pour autant, dans ce domaine, ils n'ont pas été au bout des possibilités offertes par le scénario. En effet, seuls 3 conseillers sur 22 ont vu l'intérêt d'utiliser les contrats pré-existants pour bénéficier des avantages fiscaux liés à leur antériorité plutôt que de proposer la souscription d'un nouveau contrat.

## LES VISITES MYSTÈRE RÉCURRENTES

L'AMF a aussi reconduit en 2014 ses scénarios client risquophobe et client risquophile, comme elle le fait chaque année depuis 2011. 220 visites ont ainsi été effectuées entre juin et juillet 2014, auprès des 11 principales enseignes bancaires, en région parisienne et en province. Pour rappel, ces visites visent à évaluer la qualité du questionnement du prospect et la pertinence des propositions commerciales avancées.

Les constats sont les suivants :

1. Les entretiens avec les chargés de clientèle ont tendance à être de plus en plus longs au fil des années : 46 minutes en moyenne pour le scénario risquophobe et 52 minutes pour le risquophile (contre respectivement 35 et 39 en 2011, lors des premières campagnes de visites mystère). Pour autant le questionnement reste imparfait. Les aspects appétence au risque, niveau des revenus et des charges, situation fiscale et surtout niveau de connaissances en finance ne sont pas suffisamment évoqués.
2. Comme en 2012 et 2013, les propositions commerciales sont sensiblement différentes selon le scénario. Le prospect risquophobe reçoit davantage de propositions d'épargne bancaire et nettement moins de propositions d'épargne financière. Il y a donc une prise en compte du profil du prospect dans l'élaboration des propositions.
3. L'épargne bancaire représente 56 % des propositions dans le scénario risquophobe et 45 % dans le scénario risquophile. Les Plans Épargne Logement représentent une part importante de ces propositions. Leur rémunération restée stable à 2,5 % devient intéressante au regard des autres taux proposés. Il y a eu aussi de nombreuses propositions de « livrets boostés ».
4. Plus que les années précédentes, les campagnes commerciales apparaissent clairement dans les propositions d'investissement et sur des produits différents selon les enseignes. Ainsi, ont pu être observées des campagnes sur des contrats d'assurance vie, sur les Plans Épargne Logement ou encore sur des livrets. Ces propositions, si elles correspondent à un objectif commercial, ne sont pas pour autant inappropriées.
5. Enfin, il a aussi été constaté que les chargés de clientèle font des présentations plus équilibrées des produits proposés, citant plus souvent que les années précédentes les inconvénients des produits, mais restant toujours frileux sur la présentation des frais.

Globalement, le ressenti des visiteurs mystère est très positif en 2014. Ils ont été convaincus par la prestation des chargés de clientèle. Les techniques commerciales mises en œuvre pour séduire le prospect ne sont pas agressives. Les chargés de clientèle mettent en avant leur banque et s'abstiennent de dévaloriser les établissements concurrents. Ces résultats sont en phase avec ceux de l'Observatoire 2014 de l'image des banques de la Fédération bancaire française.

## 2. La campagne de visites mystère internet

Face à la baisse de fréquentation des agences bancaires et au développement des banques en ligne, l'AMF a décidé de conduire fin 2014 des visites mystère sur internet auprès de 17 établissements représentant des banques en ligne, des banques classiques et des brokers en ligne. Pour ce faire, elle a demandé à un cabinet d'études d'ouvrir des comptes-titres avec versement d'argent et de se présenter comme un client « risquophobe » sans connaissance ni expérience financière. Ces visites n'ont donc pas été réalisées sous l'angle prospect, comme en agence, mais sous l'angle client.

Elles ont eu pour objectif :

- de connaître les modalités d'ouverture d'un compte-titres sur internet ;
- d'évaluer la qualité du questionnaire client sur internet ;
- de connaître le comportement commercial des établissements en ligne à l'égard de leurs clients ;
- de vérifier si un client « risquophobe » pouvait passer un ordre d'achat de produits risqués, en inadéquation avec son profil.

Les résultats de ces visites feront l'objet d'une communication de l'AMF en 2015.

## G. LA FORMATION DES PROFESSIONNELS

Dès 2010, l'AMF avait montré son intérêt pour la formation des professionnels en mettant en place le dispositif de certification professionnelle. En 2014, l'AMF s'est investie dans la réforme du BTS Banque, avec la collaboration de l'ACPR. L'Éducation nationale, considérant que l'apprentissage des règles de déontologie et l'enseignement de la réglementation font partie intégrante de sa mission éducative, a fait appel à l'AMF pour qu'elle intègre le groupe de travail en charge de la réforme.

Créé en 2001 à la demande de la profession bancaire, le BTS Banque était jusqu'alors très axé sur la technique bancaire. Sa refonte, appliquée dès la rentrée 2014, a permis d'en faire un « BTS Banque, Conseiller de clientèle », davantage orienté vers l'activité commerciale.

La totalité des étudiants de ce BTS intègre des établissements bancaires à l'issue de leur formation. L'impact de l'action de l'AMF est donc immédiat du point de vue de la diffusion d'une culture de conformité.

## Le BTS Banque en résumé

Le BTS Banque est une formation post-bac d'une durée de 2 ans. L'enseignement est assuré dans les lycées, en apprentissage ou en formation continue. Pour l'année scolaire 2013-2014, les étudiants en 2<sup>e</sup> année ont été au nombre de 4 400, dont 21 % en apprentissage et 32 % en formation continue.

L'AMF a participé à l'élaboration des documents constitutifs du diplôme (détails du programme, livret pédagogique pour les enseignants, règlement de l'examen) et a contribué à ce que le programme, orienté vers l'activité commerciale, intègre la réglementation, notamment en matière de relation à la clientèle.

L'AMF a ainsi pu insister sur les points suivants :

- les activités du conseiller clientèle s'inscrivent dans le cadre de la réglementation, avec le souci de respecter l'éthique et la déontologie propre au secteur bancaire et les procédures internes à chaque établissement ;
- la plupart des actes du conseiller de clientèle sont liés à la réalisation de contrats (produits et services). Le droit, omniprésent, ne constitue pas un enseignement à part mais fait partie intégrante du métier ;
- l'activité commerciale et le respect de la conformité ne sont pas en conflit ;
- la protection de l'intérêt du client est prioritaire. La satisfaction du client est un objectif commercial louable mais insuffisant. Les deux notions ne sont pas contraires ;
- la réglementation est protectrice pour le client, mais aussi pour le conseiller de clientèle.

Pour faciliter le travail des enseignants, l'AMF et l'ACPR ont d'ailleurs rédigé de concert un livret pédagogique permettant de se référer facilement aux textes réglementaires.

De façon symbolique, l'Éducation nationale a sollicité l'AMF pour que la présentation de ce nouveau diplôme se tienne dans ses locaux. L'AMF a ainsi accueilli début juillet 2014 plus de 150 professeurs et inspecteurs d'académie, pour leur présenter ce dispositif. Les différentes interventions données pendant ces journées ont été filmées et sont disponibles pour le corps enseignant sur le site de l'Éducation nationale.

Après cette expérience très encourageante, une réflexion a été engagée avec les partenaires de l'éducation et de la formation professionnelle sur le contenu des licences professionnelles.

1

2

3

4

5

6

## 2. La Médiation

---

La présentation ci-dessous ne constitue pas le rapport annuel du médiateur de l'AMF pour l'année 2014, consultable sur le site internet de l'AMF. Cette présentation, outre un encadré avec les chiffres clés de la Médiation en 2014, met volontairement l'accent sur une des activités marquantes du médiateur, celle qui a porté sur l'épargne salariale.

Chiffres clés		
	2013	2014
Dossiers reçus	907	1 001
dont concernant le champ de compétence de l'AMF	65 %	55 %
Dossiers traités	883	969
Avis du médiateur	400	276
dont avis favorables	44 %	44 %

Comme chaque année, les sujets traités par la Médiation ont été extrêmement variés. La commercialisation de produits financiers inadaptés à la situation et aux objectifs des clients ou la mauvaise exécution ou l'inexécution d'ordres de bourse sont des sujets récurrents. Les litiges liés à la spéculation accessible au grand public sur le marché des changes (le Forex) sont encore en forte augmentation et ce thème constitue un autre sujet de préoccupation majeure du médiateur.

### A. RAPPEL DU FONCTIONNEMENT DE LA MÉDIATION

Depuis le 16 novembre 2011, le médiateur de l'AMF est Marielle Cohen-Branche, ancien conseiller à la Cour de cassation. Son mandat a été renouvelé le 18 novembre 2014, pour une durée de trois ans, par le président de l'AMF, après consultation du Collège de l'AMF.

La Médiation de l'AMF offre, en application de la loi, un service public gratuit favorisant la résolution des litiges financiers à l'amiable. Il s'adresse aux épargnants et investisseurs, personnes physiques, ou personnes morales (par exemple, une caisse de retraite ou une association). Le champ des litiges ouverts à la médiation est celui du champ de compétence de l'AMF,

c'est-à-dire les litiges avec un prestataire de services d'investissement (une banque, une société de gestion, etc.), un conseiller en investissements financiers ou une société cotée. En revanche, le médiateur n'est pas compétent en matière fiscale, d'assurance vie ou d'opérations bancaires.

Par sa position de tiers indépendant des deux parties au litige, son expérience, la technicité et l'expertise de l'équipe de l'AMF qui lui est dédiée, le médiateur de l'AMF est à même de préconiser, lorsque la réclamation lui paraît fondée après instruction, une solution amiable, en droit et en équité, dans les meilleures conditions d'efficacité possibles pour les litiges financiers qui lui sont soumis.

Si la recommandation du médiateur, strictement confidentielle, est favorable à l'épargnant, celle-ci, une fois acceptée par les deux parties au litige, prend la forme d'une régularisation ou d'une indemnisation totale ou partielle de la perte subie, qui n'implique pas la reconnaissance d'une quelconque responsabilité par le professionnel.

La médiation rencontre un fort taux d'adhésion puisque 94 % des recommandations du médiateur en faveur du demandeur sont acceptées par les parties au litige et seulement 6 % des recommandations défavorables au demandeur sont contestées par ce dernier.

## B. LE JOURNAL DE BORD DU MÉDIATEUR SUR LE SITE INTERNET DE L'AMF : UNE NOUVEAUTÉ IMPORTANTE EN 2014

Le 15 mai 2014, le médiateur a publié sur le site internet de l'AMF<sup>2</sup> le « Journal de bord du médiateur ». Chaque mois, le médiateur y expose, en préservant l'anonymat des personnes concernées, son analyse et sa recommandation.

En 2014 les sujets traités ont été :

- le délai d'exécution d'un ordre anormalement long ;
- les chances de dédommagement des litiges anciens ;
- la souscription d'un fonds à formule dont la plaquette commerciale n'est pas suffisamment claire ;
- les risques de croire aux promesses alléchantes du *trading* en ligne sur le Forex ;
- les mauvaises surprises en matière d'épargne salariale en cas de départ de l'entreprise ;
- les conséquences fiscales de l'exécution des ordres de bourse en fin d'année.

## C. L'ÉMERGENCE SIGNIFICATIVE DES PROBLÉMATIQUES EN MATIÈRE D'ÉPARGNE SALARIALE

Le nombre croissant<sup>3</sup> de dossiers de réclamation concernant l'épargne salariale (22 en 2012, 44 en 2013 et plus de 117 en 2014) a mis en exergue trois grandes catégories d'incompréhensions pour les salariés épargnants :

- une information insuffisante sur les frais de tenue de compte au moment du départ du salarié de l'entreprise, désormais à sa charge ;
- des critères rendant imprévisibles les délais de comptabilisation des avoirs, nécessaires à la prise en compte des demandes de débloquages anticipés ;
- des erreurs de saisie du salarié sur internet, très souvent irréversibles.

2. [http://www.amf-france.org/blogs/blog-mediateur.html?category=/blogs/blog-mediateur/root\\_category/Dossiers-du-mois](http://www.amf-france.org/blogs/blog-mediateur.html?category=/blogs/blog-mediateur/root_category/Dossiers-du-mois)

3. Cette augmentation est due, pour l'essentiel, à l'information obligatoire sur l'existence du médiateur dans la lettre en réponse à la réclamation.

À l'occasion des réflexions du COPIESAS<sup>4</sup>, organisme chargé de faire des suggestions aux pouvoirs publics en vue de la réforme légale annoncée de l'épargne salariale, le médiateur s'est inscrit pour la première fois dans un processus de recommandation générale visant à améliorer, notamment sur le plan réglementaire, l'épargne salariale.

Ainsi, la première recommandation du médiateur a été de tendre vers une clarification de l'information sur les frais de tenue de compte au moment du départ du salarié de l'entreprise avec une alternative offerte au salarié par un courrier de l'employeur. L'information sur les frais de tenue de compte puis ultérieurement de clôture à sa charge devrait permettre au salarié de demander le versement de ses avoirs ou le maintien de son épargne salariale en toute connaissance de cause.

Ensuite, il a été demandé une amélioration du critère à prendre en compte pour déterminer si les avoirs sont antérieurs au fait générateur afin de vérifier que le salarié peut obtenir un déblocage anticipé. Le médiateur a suggéré qu'à l'avenir la date prise en compte soit la date du versement volontaire du salarié débité et non plus celle de la comptabilisation de ces avoirs, beaucoup plus tardive et parfois postérieure à la date du fait générateur.

Enfin, le médiateur a recommandé que soient mis en place sur l'espace personnel des salariés ouvert sur les sites des établissements teneurs de compte des systèmes électroniques d'alerte pour éviter une non-validation finale de choix d'option des salariés. En effet, l'absence de validation emporte un choix par défaut qui ne peut plus être corrigé à réception des relevés de compte.

Les propositions du médiateur de l'AMF ont été entendues et reprises dans le rapport du COPIESAS. Ce dernier a été publié le 26 novembre 2014 et présenté au Gouvernement.

4. Conseil d'orientation de la participation, de l'intéressement, de l'épargne salariale et de l'actionnariat salarié, installé le 20 juin 2014.



# Chapitre 2

## Les intermédiaires financiers et les produits d'épargne

1. Des initiatives pour renforcer la robustesse de la gestion .....	24
2. Une volonté de réduire le risque systémique .....	31
3. De nouvelles initiatives sur la gestion d'actifs pour contribuer au financement de l'économie .....	35
4. La lutte contre le blanchiment .....	37
5. La commercialisation : une protection accrue de l'investisseur .....	39
6. Promouvoir une intermédiation fiable .....	44
7. Panorama des intermédiaires financiers et de l'offre de produits collectifs en 2014 .....	45



L'AMF a maintenu en 2014 un engagement fort en matière de régulation et de coopération internationales dans le domaine de la gestion d'actifs.

L'année 2014 a été marquée par la mise en place effective de la directive AIFM (directive 2011/61/UE – alternative investment fund managers). Cette directive a été très structurante pour la place de Paris car plus des deux tiers des fonds français sont soumis à cette directive et plus de 300 sociétés de gestion.

L'AMF a contribué en 2014 activement aux négociations sur les nombreuses initiatives européennes couvrant des domaines aussi larges que la réforme des fonds monétaires, la mise en place d'une réglementation sur les indices de référence ou les négociations des nouvelles directives MIF II et OPCVM V.

L'industrie de la gestion collective française a évolué en 2014 de la manière suivante :

- les encours bruts des organismes de placement collectif (OPC) s'élevaient à 1 349 milliards d'euros au 31 décembre 2014, contre 1 309 milliards d'euros au 31 décembre 2013, auxquels il faut ajouter les 178 milliards d'euros pour les organismes de titrisation (OT) au 31 décembre 2014 ;
- le nombre d'OPC est passé de 11 798 à fin décembre 2013 à 11 295 à fin décembre 2014, auquel il faut ajouter les 247 organismes de titrisation ;
- les créations d'OPC sont restées stables, avec 1 045 organismes de placement nouveaux en 2014 ;
- le nombre de sociétés de gestion de portefeuille a légèrement augmenté, passant de 613 entités au 31 décembre 2013 à 634 entités au 31 décembre 2014. En 2014, 48 nouvelles sociétés de gestion ont été agréées par l'AMF, contre 39 en 2013.

**TABLEAU 1 : État récapitulatif de l'activité de gestion collective en 2013**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Nombre de sociétés de gestion	567	590	599	604	613	634
Nombre d'agrément de sociétés de gestion	37	57	39	34	39	48
Nombre de fonds	12 200	12 182	12 096	11 894	11 798	11 542
Encours sous gestion (hors mandat et hors titrisation), en milliards d'euros	1 388	1 365	1 226	1 293	1 309	1 349

1

2

3

4

5

6

# 1. Des initiatives pour renforcer la robustesse de la gestion

---

## A. LA DIRECTIVE AIFM, DÉSORMAIS INTÉGRALEMENT EN VIGUEUR

### 1. L'agrément des acteurs

La mise en place de la directive sur les gestionnaires de fonds alternatifs (directive AIFM) s'est accélérée au cours de l'année 2014. Les personnes morales qui géraient des FIA avaient jusqu'au 22 juillet 2014 pour demander leur agrément en qualité de société de gestion de portefeuille. Plus de 268 sociétés de gestion ont été agréées au titre de cette directive. Plus de 40 % de ces sociétés ont souhaité être agréées alors qu'elles étaient sous les seuils d'actifs gérés rendant obligatoire cet agrément<sup>1</sup>. Elles ont donc opté volontairement pour ce nouveau régime.

D'autres acteurs de différents horizons ont également pris l'attache des services de l'AMF afin de déterminer s'ils étaient concernés par cette directive : sociétés de capital risque (SCR), acteurs de l'économie solidaire, de l'immobilier ou groupements forestiers. Si certaines des structures gérées sont hors champ de cette directive parce qu'elles ne constituent pas des fonds d'investissement alternatifs (FIA), d'autres, qui répondent à la définition des fonds d'investissement alternatifs (FIA), se conforment à l'obligation d'être gérées par une société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF ou, lorsque cela est permis, par une personne morale simplement enregistrée auprès de l'AMF. Au cours de l'année 2014, 23 personnes morales n'ayant pas l'obligation de se soumettre à la procédure d'agrément<sup>2</sup> se sont enregistrées auprès de l'AMF et de nouvelles sociétés de gestion ont été créées par les acteurs

soumis à l'obligation d'agrément. La gestion de ces dossiers d'agrément a représenté une activité intense de revue des procédures spécifiques liées à la directive AIFM. Huit points en particulier ont été identifiés comme nécessitant une mise à niveau pour les sociétés de gestion de portefeuille existantes (par exemple, la gestion du risque de liquidité ou le dépositaire). Plusieurs points particuliers ont été identifiés comme nécessitant pour certaines sociétés de gestion existantes une mise à niveau, il s'agit notamment de la gestion du risque.

Sur le plan législatif, des nouveautés liées à la directive AIFM ont été introduites et concernent des acteurs soumis à d'autres codes. La loi n° 2014-1170 du 13 octobre 2014 d'avenir pour l'agriculture, l'alimentation et la forêt a ainsi créé la notion de « groupement forestier d'investissement ». Il s'agit d'une catégorie particulière de groupement forestier qui, tout en restant régie par le code forestier, est également soumise au régime des FIA lorsque le groupement lève des capitaux auprès d'investisseurs en vue de les investir dans l'intérêt de ces derniers et conformément à une politique d'investissement que ce groupement ou sa société de gestion définit. Le groupement forestier d'investissement a la particularité de pouvoir faire offre au public de ses parts sociales.

### 2. Les mesures liées à la compétitivité de la place désormais effectives

La directive AIFM a impliqué une activité importante en 2014 liée aux mesures favorisant la compétitivité de la place.

- Il s'agit tout d'abord de la mise en place de la nouvelle gamme des placements collectifs. Les derniers fonds communs d'intervention sur les marchés à terme (FCIMT), fonds communs de créances (FCC) ou organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) allégés ont été fermés ou transformés en d'autres types de fonds.
- Les nouveaux noms de la gamme des fonds d'investissement ont été mis en place et les prospectus des

1. Inférieurs aux seuils de 100 ou 500 millions d'euros mentionnés à l'article R. 532-12-1 du code monétaire et financier.

2. Il s'agit de personnes morales gérant des « Autres FIA » au sens du III de l'article L. 214-24 du code monétaire et financier, dont la valeur totale des actifs, calculée conformément à l'article 2 du règlement délégué (UE) n° 231/2013 de la Commission du 19 décembre 2012, est inférieure aux seuils de 100 ou 500 millions d'euros mentionnés à l'article R. 532-12-1 du code monétaire et financier et dont tous les porteurs de parts ou actionnaires sont des investisseurs professionnels.



fonds ont été modifiés avec les nouvelles informations demandées dans le cadre de la directive.

- Les nouvelles conventions dépositaires, conformes à la directive AIFM, ont été mises en place pour l'ensemble des fonds d'investissement alternatifs (FIA), même lorsqu'ils sont gérés par une société de gestion qui n'est pas agréée AIFM.

Après les modifications législatives et réglementaires intervenues en 2013, l'AMF a continué à mettre à jour sa doctrine en 2014 pour tenir compte de la mise en place de la nouvelle directive et des mesures de compétitivité en publiant les instructions relatives aux fonds à vocation générale, aux fonds de capital investissement, aux fonds d'épargne salariale et aux fonds ouverts à des investisseurs professionnels.

Cette mise à jour était attendue pour les acteurs de la gestion puisque, au-delà de tenir compte de la rationalisation de la gamme, elle a permis d'intégrer d'autres conclusions des travaux de compétitivité souhaitées par le Comité de place<sup>3</sup>. Par exemple, la doctrine permet désormais aux fonds de recourir à de nouvelles méthodes d'ajustements des valeurs liquidatives liées aux souscriptions et aux rachats de parts, telles que les techniques de « *swing pricing* » et de « *commission anti-dilution* ». Ces techniques visent à compenser pour les investisseurs restant l'effet de dilution de valeur et de performance dû à des entrées et sorties fréquentes de certains investisseurs, en faisant supporter une partie des frais de transactions et de liquidité aux investisseurs sortants et entrants. Les investisseurs restant investis sur le long terme sont ainsi traités plus équitablement.

3. *Rapport final sur la transposition de la directive AIFM et le développement de la gestion innovante en France* publié le 15 juin 2012.

Cette mise à jour était également importante pour les professionnels puisqu'elle intègre des obligations liées plus strictement à la directive AIFM telles que les règles en matière d'information (rapport annuel et informations à mettre à la disposition des investisseurs) qui concernent toutes les sociétés de gestion de portefeuille gérant des FIA.

### 3. Un dispositif d'accompagnement des acteurs spécifique

Considérant que la directive AIFM est une opportunité pour la place de Paris, l'AMF a poursuivi, en 2014, sa démarche d'accompagnement des acteurs de la place dans la mise en œuvre du nouveau dispositif.

Pour cela, l'AMF a continué le travail de mise à jour de sa doctrine pour informer les professionnels sur la façon dont elle applique les lois et règlements sur les sujets concernés par la directive AIFM. Outre l'actualisation de ses positions-recommandations relatives aux produits ou aux sociétés de gestion de portefeuille, l'AMF a également enrichi son document de doctrine relatif à la transposition, en droit français, de la directive (position DOC-2013-22), en particulier, sur le régime du dépositaire de FIA. Enfin, l'AMF a intégré via une position les orientations de l'ESMA prises en 2014 en application de la directive AIFM sur les précisions techniques des *reportings* AIFM.

Cet accompagnement s'est également traduit par de nouvelles actions pédagogiques à destination des acteurs comme la participation à des séminaires de formation (par exemple, sur le thème des obligations en matière de *reportings* au régulateur).

Un tableau récapitulatif des positions de doctrine publiées par l'AMF pendant la transposition de la directive AIFM figure en annexe du présent rapport.

1

2

3

4

5

6

#### 4. La mise en place d'un nouveau régime de commercialisation

Une des opportunités de la directive AIFM est l'instauration d'un passeport européen pour la commercialisation des parts ou actions de FIA. Auparavant, la commercialisation en Europe des fonds non coordonnés (les fonds autres que des OPCVM) obéissait à des régimes nationaux différents d'un État à l'autre. Désormais, la commercialisation des FIA européens gérés par des gestionnaires européens est soumise à une procédure harmonisée de notification entre autorités compétentes.

La mise en place du mécanisme du passeport et le maintien d'un régime national pour les FIA de pays tiers ou gérés par un gestionnaire de pays tiers ont modifié substantiellement les régimes de commercialisation des fonds étrangers en France. Pour accompagner les acteurs dans la compréhension et l'application de ces nouveaux régimes, l'AMF a publié un guide sur les régimes de commercialisation des OPCVM et des FIA en France (position DOC-2014-04). Il décrit ces différents régimes mais apporte aussi des précisions sur la définition de la commercialisation en France de parts ou actions d'OPCVM et de FIA et sur les situations qui ne constituent pas un acte de commercialisation en France.

#### 5. Les premiers *reportings* exigés par la directive

La directive AIFM prévoit la mise en œuvre, par les gestionnaires de portefeuille, de *reportings* (comptes rendus sur les portefeuilles) à l'AMF. Ces *reportings* doivent permettre à l'AMF de récupérer des informations sur les principaux risques présents dans les portefeuilles des FIA : principales positions par zone géographique, par devise, par type d'instrument financier, etc. Grâce à ces données, les risques potentiellement systémiques présents dans les portefeuilles doivent pouvoir être identifiés. Ces *reportings* contiennent des informations quantitatives et qualitatives sur une population de 3700 FIA représentant un encours global d'environ 650 milliards d'euros. Les premières campagnes de *reportings* AIFM se sont déroulées en janvier 2014 pour les gestionnaires les plus petits (c'est-à-dire sous les seuils) et en octobre 2014 pour les acteurs soumis à une périodicité trimestrielle, car au-dessus des seuils, généralement les acteurs les plus importants de la place.

Au total, les campagnes de janvier et octobre 2014 ont ainsi permis la récupération de 271 *reportings* gestionnaire et 4 439 *reportings* FIA. Or, la population de FIA est d'environ 9 000 fonds pour 571 gestionnaires habilités ou agréés au titre de la directive AIFM. Par conséquent, la campagne du mois de janvier 2015 – s'appliquant à tous les acteurs habilités ou agréés AIFM (sous les seuils comme au-dessus) – fera ainsi apparaître 300 nouveaux gestionnaires (n'ayant jamais déclaré de *reportings* à ce jour) et 4 561 *reportings* FIA (intégrant la somme des deux précédentes campagnes de collectes réalisées en 2014). Cette troisième campagne permettra d'avoir une vision beaucoup plus large des principaux styles de gestion et risques présents dans les fonds gérés par les gestionnaires français. Ces premiers *reportings* donnent déjà une image très riche de la gestion d'actifs conforme à la directive AIFM. Ces *reportings* donneront lieu à une exploitation systématique et au développement d'outils de surveillance spécifiques.

**TABLEAU 2 : Passeports commercialisation AIFM**

Passeports commercialisation AIFM « out » (FIA gérés par des gestionnaires français et commercialisés en Europe)	526
Passeports commercialisation AIFM « in » (FIA gérés par des gestionnaires européens et commercialisés en France)	751

## FOCUS SUR LE RÉGIME DU PASSEPORT PAYS TIERS

En l'état actuel du droit, les gestionnaires établis dans un pays tiers ne peuvent pas soumettre de demande d'agrément AIFM auprès d'un État membre de l'Union européenne, ni bénéficier d'un régime de passeport. De même, les gestionnaires européens qui gèrent des FIA établis dans un pays tiers ne peuvent commercialiser ces fonds dans l'Union européenne qu'en application des régimes nationaux dits de placement privé.

Toutefois, la directive AIFM prévoit que l'ESMA adresse, au plus tard le 22 juillet 2015, au Parlement européen, au Conseil de l'Union européenne et à la Commission européenne : d'une part, un avis relatif au fonctionnement du passeport « intra-européen », et d'autre part, une recommandation dont la Commission européenne s'inspirera pour juger s'il est opportun ou non d'étendre le champ d'application du passeport aux pays tiers\*.

L'avis et la recommandation que l'ESMA transmettra à la Commission européenne devront tenir compte du bilan du fonctionnement du passeport « intra-européen ». Seront également considérées les conditions de fonctionnement des régimes nationaux applicables, ainsi que les éventuelles perturbations et/ou distorsions de marché en matière de concurrence (conditions de concurrence équitables) lié au fonctionnement simultané du mécanisme du passeport avec celui des régimes nationaux dits de placement privé. Enfin, l'ESMA doit intégrer dans ses travaux toute difficulté rencontrée par les gestionnaires de l'Union européenne pour s'établir ou commercialiser les FIA qu'ils gèrent dans des pays tiers\*\*.

L'ouverture de ce passeport au-delà des frontières européennes permettrait, indépendamment des régimes nationaux de placement privés :

- la commercialisation\*\*\* dans l'Union européenne, à travers le mécanisme du passeport, de FIA de pays tiers gérés par un gestionnaire établi dans l'Union européenne ; et
- la gestion de FIA de l'Union européenne par des gestionnaires établis dans un pays tiers et/ou la commercialisation dans l'Union européenne, par ces mêmes gestionnaires, de FIA de l'Union européenne ou de pays tiers qu'ils gèrent.

C'est dans ce contexte que l'ESMA a lancé une consultation au mois de novembre 2014 visant à recueillir l'avis de l'ensemble des parties prenantes sur le fonctionnement du passeport instauré par la directive AIFM, le fonctionnement des régimes nationaux dits de placement privé, et l'opportunité de l'extension du passeport et les difficultés rencontrées dans les pays qui ne sont pas membres de l'Union européenne\*\*\*\*.

Dernière étape : trois ans après cette éventuelle extension du passeport AIFM, soit en 2018, l'ESMA adressera au Parlement européen, au Conseil de l'Union européenne et à la Commission européenne une seconde recommandation concernant la suppression des systèmes nationaux de commercialisation sans passeport (régimes nationaux dits de « placement privé »), qui pourront être maintenus dans la réglementation des États membres jusque-là.

\* Dans le cas où l'ESMA émettrait un avis positif, la Commission européenne devra alors adopter un acte délégué prévoyant la mise en œuvre des dispositions idoines.

\*\* Article 67 de la directive AIFM.

\*\*\* Au près d'investisseurs professionnels.

\*\*\*\* Consultation ESMA du 7 novembre 2014 au 8 janvier 2015 « *Call for evidence on AIFMD passport and third country AIFMs* » <http://www.esma.europa.eu/consultation/Call-evidence-AIFMD-passport-and-third-country-AIFMs> »

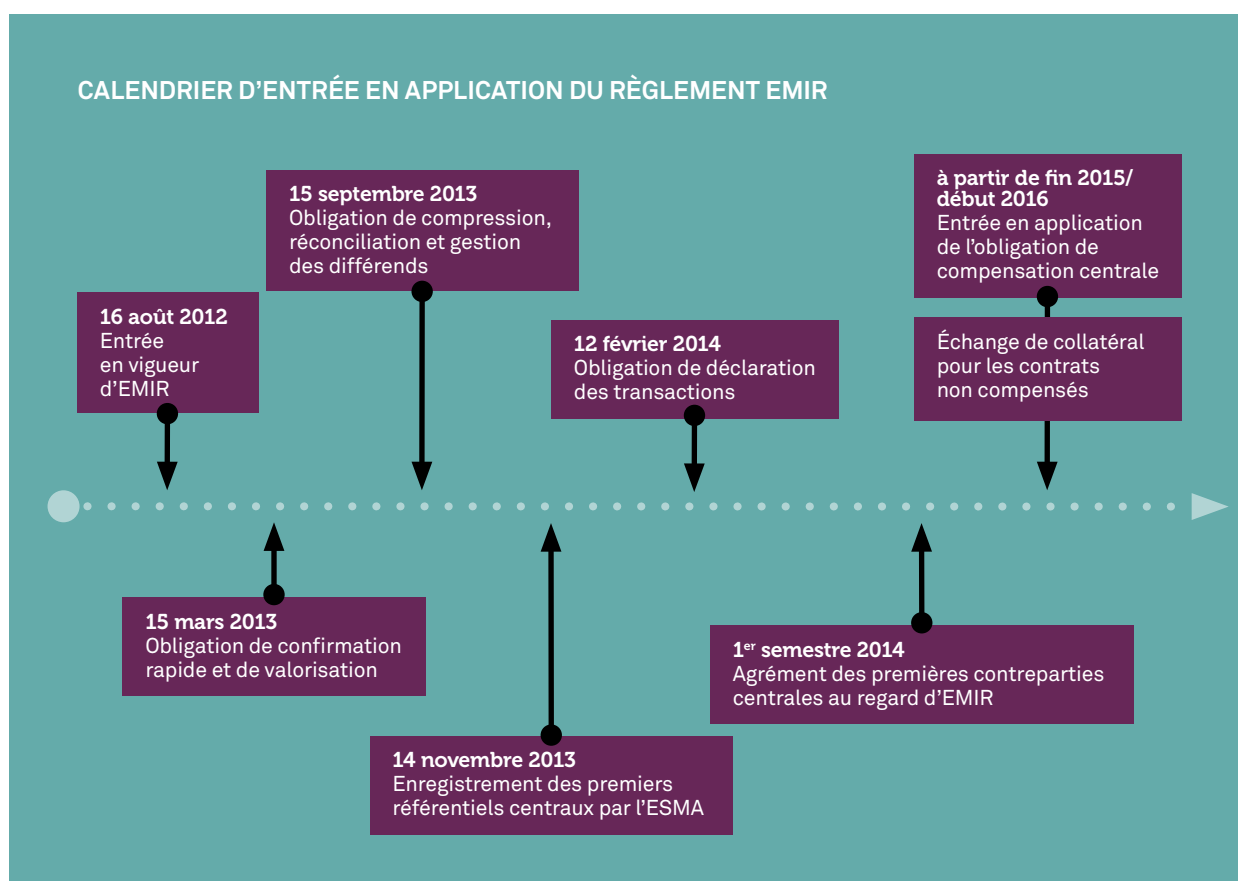
## B. ACCOMPAGNER LES SOCIÉTÉS DE GESTION DANS L'APPLICATION DU RÈGLEMENT EMIR

Le règlement européen EMIR<sup>4</sup> est entré en vigueur en août 2012. Il instaure un encadrement renforcé des marchés de produits dérivés notamment en introduisant des obligations en matière de transparence et de compensation centrale. Il modifie ainsi substantiellement le régime applicable à la conclusion de contrats dérivés, y compris pour les acteurs de la

gestion d'actifs. Certaines obligations que ce règlement prévoit sont d'ores et déjà entrées en vigueur<sup>5</sup>. Les équipes de l'AMF se sont alors mobilisées pour accompagner au mieux les acteurs dans leur mise en œuvre. Quant aux obligations à venir, les services de l'AMF ont veillé à la bonne articulation des différents régimes applicables.

4. Règlement (UE) N° 648/2012 du Parlement européen et du conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux.

5. Techniques d'atténuation des risques applicables aux contrats dérivés OTC non compensés auprès d'une chambre de compensation centrale, déclaration aux référentiels centraux.



## 1. L'accompagnement et le suivi des acteurs

Les services de l'AMF sont mobilisés pour analyser l'impact effectif du règlement EMIR pour les acteurs de la gestion d'actifs et pour assurer une bonne compréhension par les acteurs de leurs obligations en application de ce texte.

À cette fin, l'AMF a adressé un questionnaire à l'ensemble des sociétés de gestion de portefeuille qu'elle supervise. Les conclusions ont permis d'améliorer la compréhension par les services du périmètre d'acteurs concernés, des difficultés qu'ils rencontraient ainsi que des sujets qui méritaient encore d'être clarifiés. Les résultats obtenus ont également fait l'objet d'une étude publiée sur le site internet de l'AMF<sup>6</sup>.

Poursuivant ce même objectif d'accompagnement, un guide professionnel sur l'impact d'EMIR pour les sociétés de gestion de portefeuille, publié sur le site internet de l'AMF a régulièrement été mis à jour<sup>7</sup> pour les informer des évolutions du dispositif et de son calendrier d'application. Enfin, ce document s'est révélé être un vecteur utile pour clarifier certaines problématiques.

Ces efforts pédagogiques ont également été prolongés grâce au relais assuré par les associations professionnelles qui ont organisé un certain nombre de formations dédiées. Une présentation spéciale sur EMIR programmée avec l'Association française de la gestion financière (AFG) le 18 novembre 2014 a ainsi rassemblé plus de 150 professionnels.

## 2. La clarification de l'articulation des régimes applicables

L'un des enjeux majeurs de la supervision des acteurs de la gestion d'actifs dans le cadre du règlement EMIR consiste à veiller à la bonne articulation des obligations prévues par ce règlement avec le cadre réglementaire existant et spécifique aux fonds et à leurs sociétés de gestion.

6. <http://www.amf-france.org/Publications/Rapports-etudes-et-analyses/Epargne-et-prestataires.html?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F93b21a21-cef0-41d4-9af1-51d86946dcf5>

7. « Les impacts du règlement EMIR en matière de gestion d'actifs », document publié le 21 mai 2013, mis à jour le 11 décembre 2013 et le 22 septembre 2014.

Les services de l'AMF se sont mobilisés pour que ces problématiques soient traitées au niveau européen, afin d'y apporter une réponse harmonisée et favoriser ainsi l'égalité de traitement des acteurs au sein de l'Union européenne. Ainsi, ils ont travaillé avec l'ESMA sur les difficultés rencontrées par les acteurs dans le cadre de la compensation obligatoire prévue par EMIR pour respecter les exigences de diversification du risque de contrepartie prévues pour la conclusion de transactions de gré à gré imposées par la directive OPCVM IV. Ils ont également activement participé à la publication d'un document de consultation par l'autorité européenne qui aura permis d'interroger les professionnels quant aux modalités selon lesquelles ces exigences de diversification devraient s'apprécier dans le cadre de la compensation de contrats dérivés<sup>8</sup>.

## C. LA CONSERVATION DES ACTIFS DES OPC

### 1. Un cadre européen offrant un haut niveau de protection

Dès 1985, la directive 1985/61/CEE (directive OPCVM) a introduit l'obligation pour tout organisme de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) de recourir à un dépositaire en charge de la garde des actifs et d'une mission globale de supervision des activités du fonds.

Toutefois, en l'absence d'une définition harmonisée de la notion de garde, les interprétations des États membres se sont avérées divergentes, comme cela a été révélé par la fraude Madoff et la faillite de Lehman Brothers, conduisant le législateur à préciser son cadre.

Sous l'impulsion de la France, la directive AIFM, entrée en vigueur le 22 juillet 2013, a tout d'abord clarifié le rôle et les responsabilités des dépositaires, et permis ainsi de renforcer le niveau de protection des investisseurs professionnels au niveau européen.

Fortement soutenue par l'AMF et plus généralement par les autorités françaises, la directive 2014/91/UE (dite « directive OPCVM V »), adoptée le 23 juillet 2014, aligne les règles incombant aux dépositaires d'OPCVM,

8. ESMA discussion Paper - Calculation of counterparty risk by UCITS for OTC financial derivative transactions subject to clearing obligations, ESMA/2014/876, 22 juillet 2014.

produit conçu pour une clientèle « grand public », sur celles introduites par la directive AIFM permettant ainsi d'assurer un haut niveau de protection pour tous types d'investisseurs. La directive OPCVM V ajoute d'ailleurs quelques exigences supplémentaires qui permettront de renforcer davantage la qualité de ce label.

Ainsi, il est interdit au dépositaire d'OPCVM de limiter et de transférer sa responsabilité par l'intermédiaire d'un contrat à une partie tierce (« sous-dépositaire »). Le texte prévoit également un cadre précis et limité en ce qui concerne la réutilisation des actifs du fonds par le dépositaire, qui ne peut le faire pour son propre compte. Enfin, celui-ci devra respecter une condition supplémentaire dans le cas où il déléguerait la garde des actifs détenus en conservation à un tiers. Ainsi, il devra veiller à ce que les actifs ne puissent être distribués parmi les créanciers du sous conservateur en cas d'insolvabilité. Dans le cas où le déléguataire ne satisfait pas aux exigences mentionnées, la délégation sera possible uniquement si celle-ci est exigée par le droit du pays tiers. De plus, seule la société de gestion pourra faire la demande expresse d'une telle délégation à son dépositaire, auxquels cas les investisseurs devront en être dûment informés avant qu'ils n'investissent dans l'OPCVM.

## **2. Vers la mise en place de standards internationaux**

En novembre 2013, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) a décidé d'examiner les pratiques existantes en matière de conservation de titres des organismes de placement collectifs par des teneurs de compte-conservateurs<sup>9</sup>, en vue de produire d'éventuels standards.

Faisant suite à une étude menée au premier semestre 2014 auprès d'une trentaine de régulateurs dont l'AMF, l'OICV a publié au mois de septembre un rapport de consultation, prenant en compte les évolutions du marché telles que l'accroissement des investissements transfrontières et dans des instruments complexes ainsi que les leçons tirées la crise financière de 2008. Proposant neuf principes, ce rapport examine le rôle du teneur de compte et les principaux

risques associés à la mission de conservation des actifs d'un OPC, et met en exergue la diversité des cadres réglementaires actuellement en vigueur.

Parmi les principes soumis à consultation, figuraient en premier lieu ceux relatifs à la mission de garde des titres et traitaient notamment des questions de ségrégation, d'indépendance du teneur de compte-conservateur et de transparence vis-à-vis des investisseurs. Les suivants concernaient le processus de sélection du teneur de compte-conservateur ainsi que le suivi continu que doivent exercer les sociétés de gestion.

Certaines dispositions du rapport font écho à des échanges entamés au niveau européen en ce qui concerne le principe de ségrégation et la notion d'indépendance du dépositaire vis-à-vis de la société de gestion.

L'AMF soutient ces travaux qui visent à définir, au niveau international, des standards de référence en matière de conservation des titres d'un OPC, élément essentiel à la protection des investisseurs. Le rapport final de l'OICV est attendu pour le premier semestre 2015.

---

9. *Custodian dans la terminologie anglaise. Correspond à la mission de conservation des titres des dépositaires en droit européen.*



## 2. Une volonté de réduire le risque systémique

---

### A. L'IDENTIFICATION DES ENTITÉS NON BANCAIRES ET NON ASSURANTIELLES D'IMPORTANCE SYSTÉMIQUE

Le Conseil de stabilité financière (*Financial Stability Board ou FSB*) et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) ont poursuivi leurs travaux visant à développer des méthodologies d'identification d'institutions financières d'importance systémique non bancaires et non assurantielles. Ces travaux s'inscrivent dans le cadre de la mission du G20 d'évaluer et de limiter les risques systémiques pouvant découler de la faillite d'une institution financière, ainsi que les risques d'aléa moral liés aux problématiques de « *too big to fail* ». Ils complètent les travaux menés sur les banques systémiques et sur les compagnies d'assurance systémiques. Pour mémoire, les institutions financières systémiques sont définies par le FSB comme les entités dont les difficultés ou la faillite désordonnée pourraient causer, en raison de leur taille, de leur complexité et de leur interconnexion systémique, un dysfonctionnement significatif du système financier et de l'économie réelle.

Le FSB, conjointement avec l'OICV, a publié un document de consultation en janvier 2014 contenant des propositions de méthodologies d'identification d'entités globalement systémiques pour trois types d'acteurs financiers, choisis en raison de leur taille et du rôle qu'ils ont pu jouer lors de précédentes crises : les sociétés financières, les intermédiaires de marché (*broker-dealers*) mais également les acteurs de la gestion d'actifs. Par cohérence avec les autres méthodologies préexistantes, notamment pour les banques (éditées par le Comité de Bâle) et les assurances (éditées par l'*International Association of Insurance Supervisors*)<sup>10</sup>, celles-ci reposent sur les cinq facteurs d'impact : la taille, l'interconnexion, la substituabilité, la complexité

10. Ces méthodologies ont d'ores et déjà conduit à la désignation d'entités systémiques pour lesquelles des mesures spécifiques ont déjà été fixées. Les entités ainsi désignées sont ainsi soumises notamment à des mécanismes de redressement et de résolution, supervision et capacité d'absorption des pertes renforcées.

et la présence globale. Cette consultation a donné lieu à de nombreux commentaires en particulier de la part des acteurs de la gestion d'actifs.

Les services de l'AMF ont été particulièrement impliqués dans ces travaux notamment à travers la présidence du comité permanent de l'OICV en charge de la gestion d'actifs. L'AMF a ainsi contribué à la rédaction d'un second document de consultation, publié au cours du premier trimestre 2015, qui sollicite les parties prenantes sur des propositions de méthodologie révisées. En parallèle de cette consultation, elle participe aux travaux en cours du FSB et de l'OICV pour préciser et compléter les propositions faites et les suites qui y seront données.

### B. UN MEILLEUR ENCADREMENT DES FONDS MONÉTAIRES

Les discussions relatives au projet de règlement européen sur les fonds monétaires se sont intensifiées en 2014 au sein du Parlement européen et du Conseil de l'Union européenne. Toutefois, les avis restent partagés sur les contours de la réforme qu'il conviendrait de mettre en place, du fait notamment de la diversité de l'offre dans les différents pays et des implications que le règlement pourrait avoir en matière de financement des entreprises et de mouvements de capitaux. Les débats se poursuivront sur 2015.

L'objectif général du règlement est de rendre les fonds monétaires européens plus résilients face aux risques de désengagement brutal et massif des investisseurs (communément appelé « *risque de run* »), particulièrement mis en évidence au moment de la crise de 2008. Le projet de la Commission proposait ainsi de renforcer le cadre réglementaire applicable à l'ensemble des fonds monétaires européens par un certain nombre de mesures concernant les actifs éligibles, les règles d'investissement et de transparence, de gestion de la liquidité. L'un des enjeux clés de cette réforme porte

1  
2  
3  
4  
5  
6

sur un certain type de fonds monétaires : les fonds à valeurs liquidatives constantes (dits CNAV pour *constant net asset value*).

À l'issue des élections européennes, un nouveau rapporteur a été désigné au sein de la Commission des affaires économiques et monétaires du Parlement européen. S'inspirant de la réforme adoptée en juillet 2014 par la *Securities & Exchange Commission* aux États-Unis, son projet propose de limiter le modèle CNAV aux seuls fonds investis majoritairement dans de la dette publique européenne et/ou ceux destinés uniquement à une clientèle de détail alors que la Commission avait privilégié l'imposition de coussins en capital.

Les fonds monétaires constituent une part importante dans la gestion d'actifs française (43 % des encours des OPCVM français et 26 % des encours globaux de la gestion collective française) et dans le marché des fonds français en Europe (35 % des encours européens début 2013, soit 390 milliards d'euros d'encours à fin 2012). Ils ont en outre un rôle important en matière de financement à court terme des acteurs bancaires et des entreprises de la zone euro. C'est pourquoi, l'AMF s'est fortement mobilisée aux côtés du Trésor dans les différentes phases de négociations de ce texte. Elle a ainsi continué à porter les positions tenues jusqu'à présent dans les enceintes internationales OICV et ESRB (*European Systemic Risk Board*) tout en se montrant attentive aux positions exprimées par les professionnels.

En octobre 2012 et en février 2013 respectivement, l'OICV et le Conseil européen du risque systémique ont insisté sur la nécessité de mettre en place un cadre réglementaire plus robuste, visant à garantir la sécurité et la stabilité de produits qui avaient démontré leurs vulnérabilités pendant la crise de 2008. Estimant que les CNAV présentent des risques spécifiques qui méritent un traitement particulier, l'OICV et l'ESRB ont recommandé, dans la mesure du possible, de mettre fin à ce modèle de fonds en laissant fluctuer leur valeur liquidative, en ligne avec les variations des instruments sous-jacents. En effet, les fonds CNAV sont jugés plus exposés au risque de *run* compte tenu notamment de leur recours à la technique comptable de l'amorti qui contribue à véhiculer une impression artificielle de stabilité et à associer – à tort – les fonds monétaires à des équivalents sans risque aux dépôts bancaires.

Parallèlement à ces discussions, l'OICV a lancé une revue thématique internationale à destination du G20 et visant à évaluer les progrès réalisés en matière de réforme des fonds monétaires. Un premier rapport d'étape résumant les conclusions préliminaires à ce stade a été remis au G20 à l'occasion du sommet organisé à Brisbane en novembre 2014. Un rapport plus complet est prévu pour le deuxième trimestre 2015.

Ce texte représente ainsi un jalon important de la feuille de route législative en matière d'encadrement de la finance parallèle (ou *shadow banking*).

## C. UNE RÉDUCTION DE LA DÉPENDANCE AUX AGENCES DE NOTATION

L'OICV a publié en juin 2014 un rapport de consultation proposant des bonnes pratiques permettant de réduire la dépendance des sociétés de gestion de portefeuille aux agences de notation. Ce rapport s'inscrit dans la lignée des travaux entrepris tant à l'échelle internationale qu'européenne depuis la crise de 2008 visant à diminuer les risques systémiques associés à une dépendance excessive aux notations des agences.

Dans le domaine de la gestion d'actifs, les notations des agences sont utilisées par les gérants principalement pour guider la sélection des titres lors de la construction et de l'optimisation du portefeuille d'investissement, guider la sélection du collatéral éligible à être reçu ou posté, et évaluer la santé financière globale de contreparties et la qualité de crédit de certains garants ou sponsors qui seraient amenés à fournir un soutien à des véhicules collectifs d'investissement (fonds monétaires ou véhicules de titrisation en particulier). Le rapport indique qu'à ce jour, la principale alternative aux notations externes pour les gérants reste la mise en place de capacités internes d'évaluation de risque crédit. Cependant, le rapport insiste sur la nécessité d'établir parallèlement un cadre approprié d'utilisation de la notation externe en déterminant, par exemple, les bonnes pratiques en cas de dégradation de la note d'un titre et en encourageant les acteurs à s'écarter des opinions des agences en fonction de leur propre stratégie d'investissement ou à être en mesure de questionner leur raisonnement. Le

rapport rappelle aussi que les notations externes doivent demeurer un élément parmi d'autres permettant d'évaluer la qualité de crédit d'un instrument financier.

Par ailleurs, le rapport examine la problématique de la notation des fonds ou d'autres types de véhicules d'investissement collectifs. En effet, cet aspect de la notation n'a pas encore fait l'objet de recommandations, et pourtant a été signalé à plusieurs reprises comme un élément nécessitant une attention particulière. Enfin, le rapport traite de la question de la notation dans le cadre des mandats d'investissement où les références aux notations d'agence servent encore communément à définir l'univers d'investissement ; ou encore la notation utilisée comme critère d'évaluation de la qualité de collatéral éligible ou de la qualité de contreparties dans le cadre d'opérations de dérivés par exemple.

Les bonnes pratiques proposées ont été accueillies positivement par les professionnels. L'AMF, qui co-préside ce projet avec la SEC, a activement contribué à l'élaboration de cette consultation ainsi qu'aux réflexions en vue de la finalisation des recommandations. Un rapport final est prévu pour le début de l'année 2015.

En France, s'agissant des modifications législatives et réglementaires intervenues en 2013 liées à la transposition de la directive sur les Agences de notation (directive 2013/14/UE, dite « CRA 3 », l'AMF a accompagné les acteurs en 2014 lors des modifications des prospectus des OPCVM et FIA. Les gestionnaires ont modifié leur politique d'investissement et les documents des fonds de façon à ne plus recourir, quand c'était le cas, de manière exclusive et mécanique à des notations de crédit émises par les agences de notation.

## D. L'ENCADREMENT DES INDICES DE RÉFÉRENCE

Après les révélations en 2012 et 2013 des manipulations de certains indices de référence (*benchmarks*), les travaux, auxquels l'AMF a pris part, se sont poursuivis tout au long de 2014, tant au niveau international qu'au niveau européen, en vue de renforcer l'intégrité et la fiabilité des indices qui servent de référence à des instruments financiers. En effet, compte tenu de l'utilisation très répandue des indices de référence – notamment par les fonds d'investissement pour

lesquels ils constituent une source d'information et de comparaison précieuse permettant aux investisseurs d'évaluer leur investissement – tout soupçon quant à leur intégrité ou la fiabilité est de nature à éroder la confiance des investisseurs dans les marchés.

En juillet 2013, l'OICV avait publié une série de principes devant guider la conception et la fourniture des indices de référence. Endossés par le Conseil de stabilité financière (*Financial Stability Board*, FSB) puis par le G20 lors du Sommet de Saint Pétersbourg de septembre 2013, ces principes couvrent quatre domaines : la gouvernance de l'administrateur de l'indice, la qualité de l'indice, la qualité de la méthodologie qui sous-tend l'indice et les questions de responsabilité de l'administrateur de l'indice.

À la demande du FSB, l'OICV a publié en juillet 2014 un rapport portant sur la conformité des administrateurs de l'EURIBOR (*Euro Interbank Offered Rate*), du LIBOR (*London Interbank Offered Rate*) et du TIBOR (*Tokyo Interbank Offered Rate*) aux principes de l'OICV sur les indices de référence. Selon les conclusions de ce rapport, chacun des trois administrateurs a fait des progrès significatifs dans la mise en œuvre de la majorité des principes OICV. Tant les réformes menées que celles toujours en cours au moment de la revue ont permis de rehausser la qualité des trois indices en termes de supervision, de gouvernance, de transparence et de responsabilité, améliorant ainsi leur qualité et leur intégrité. Le rapport de l'OICV émet par ailleurs des recommandations pour chacun des trois administrateurs lorsque des actions correctrices sont jugées nécessaires.

Le FSB avait également décidé d'engager des travaux pour organiser l'accompagnement du secteur privé par le secteur public dans le cadre de la réforme des indices de taux interbancaires. Ces travaux ont été conduits par un comité de pilotage du secteur public comprenant des autorités de régulation et des banques centrales. Son rôle a été de coordonner l'évaluation menée par l'OICV des administrateurs de l'EURIBOR, du LIBOR et du TIBOR et de guider les travaux d'un groupe du secteur privé créé en vue d'examiner la faisabilité et la viabilité de l'adoption d'indices de taux additionnels et la transition éventuelle vers de nouveaux indices de taux. Dans ce contexte, le FSB a publié, en juillet 2014, un rapport contenant des propositions ainsi qu'un calendrier de réformes et de travaux complémentaires en vue du développement d'indices

1

2

3

4

5

6



alternatifs. En substance, le rapport du FSB souligne la difficulté associée à une réforme des indices de taux interbancaires ou à leur remplacement par des indices alternatifs. Les problèmes identifiés, notamment les risques juridiques et les questions de stabilité financière, appellent à la vigilance. Dans ses recommandations, le FSB soutient la mise en œuvre d'une approche duale fondée sur une construction des indices de taux interbancaires faisant davantage appel aux données de transaction et sur l'identification d'indices de taux alternatifs.

Par ailleurs, face aux soupçons de manipulations d'indices de taux de change, le FSB a créé en janvier 2014 un sous-groupe pour traiter des problèmes relatifs à ces indices spécifiques sachant que, contrairement aux indices de taux interbancaires, le problème des indices de taux de change n'est pas la rareté des transactions sous-jacentes mais la pratique des *fixings* qui peut encourager les tentatives de manipulation. Le rapport final publié par le FSB en septembre 2014 propose à ce titre quinze recommandations qui ont été préalablement soumises à l'avis des participants de marché au cours d'une consultation publique.

En Europe, l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) et l'Autorité bancaire européenne (EBA) avaient également publié, en juin 2013, des principes élaborés en coordination avec les autorités nationales, destinés à constituer un cadre de référence européen jusqu'à l'entrée en vigueur d'un cadre législatif. À cet égard, la Commission européenne a publié, le 18 septembre 2013, une proposition de règlement visant à encadrer la fourniture des indices qui servent de référence à des instruments financiers, inspirée des principes OICV. L'AMF a suivi attentivement les discussions qui se sont déroulées en 2014, tant au niveau du Parlement européen qu'au niveau du Conseil, sur la proposition de règlement.

Dès lors que la Commission européenne a proposé un règlement d'application générale couvrant l'ensemble des administrateurs d'indices de référence quel que soit leur statut réglementaire, de nombreux établissements de crédit habilités à fournir des services d'investissement et de nombreuses entreprises d'investissement pourraient devoir être agréés en tant qu'administrateurs d'indices de référence et devoir respecter les obligations imposées par le règlement alors même qu'ils sont soumis par ailleurs à des règles de bonne conduite, de gestion des conflits d'intérêts et de transparence.

Pour cette raison, tout en soutenant la proposition de règlement de la Commission européenne, l'AMF défend l'introduction de mesures de proportionnalité fondées notamment sur la nature des indices de référence ou le statut de l'administrateur, ainsi que l'exclusion du champ de la proposition de règlement des indices fondés sur une combinaison d'indices de référence.

Au Parlement européen, le nouveau rapporteur désigné sur ce dossier a publié son projet de rapport le 8 décembre 2014 pour discussion au sein de la Commission ECON en vue d'un vote attendu au cours du premier trimestre 2015, alors qu'au Conseil, la Présidence lettone a inscrit la finalisation des négociations sur le projet de texte parmi les objectifs de sa Présidence.

# 3. De nouvelles initiatives sur la gestion d'actifs pour contribuer au financement de l'économie

---

## A. LES FONDS EUROPÉENS D'INVESTISSEMENT À LONG TERME (ELTIF)

Le Conseil de l'Union européenne, le Parlement européen et la Commission européenne ont trouvé le 26 novembre 2014 un accord sur le règlement relatif aux fonds européens d'investissement à long terme (*European Long Term Investment Funds*, ELTIF).

Ce nouveau type de fonds d'investissement est dédié aux actifs et aux projets qui nécessitent un financement de long terme et ne pourra être géré que par un gestionnaire de l'Union européenne dûment agréé au titre de la directive AIFM. Au moins 70 % du capital du fonds ELTIF devra être investi dans des actifs de long terme<sup>11</sup>. En principe, les fonds ELTIF devront être fermés aux rachats. Cependant, le gestionnaire pourra offrir aux investisseurs du fonds un droit de rachat limité à condition de respecter les délais prescrits dans le règlement, et de définir une politique de rachat et de gestion de la liquidité appropriée.

Ces fonds pourront être commercialisés au sein de l'Union européenne par la voie d'un passeport auprès d'investisseurs professionnels et, sur option à l'initiative du gestionnaire, aux investisseurs de détail.

Plusieurs garde-fous ont été prévus par le règlement pour permettre un haut niveau de protection des épargnants. Ces derniers devront recevoir un conseil en investissement approprié de la part du gérant ou du distributeur leur proposant ce type de fonds. Le règlement prévoit également que la perte maximale soit limitée au montant des apports, et que le régime applicable au dépositaire du fonds ELTIF soit iden-

tique à celui prévu par la directive OPCVM V. Le gérant devra également mettre à la disposition des investisseurs de détail un dispositif de traitement des plaintes. Enfin, un dispositif de plafonnement en matière d'investissement est également prévu, afin qu'un investisseur de détail ne concentre pas une part trop importante de ses avoirs dans un seul ou plusieurs fonds ELTIF<sup>12</sup>.

Ce texte instaure ainsi un nouveau label au niveau européen, dédié au financement de long terme de l'économie, qui dispose des garanties nécessaires à une protection efficace des investisseurs, notamment de détail.

## B. LA TITRISATION

### 1. La rationalisation de la gamme des fonds de titrisation

Au 31 décembre 2013, il existait 231 organismes de titrisation (OT) de droit français pour un total de 175 milliards d'euros d'actifs sous-jacents. Le cadre légal de la titrisation en France a été introduit par la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances (FCC). Par cette loi, l'activité d'achat de créances non échues qui relevait jusque-là du monopole bancaire a été ouverte, pour permettre à des entités autres que des établissements de crédit d'avoir recours à la titrisation. Ce dispositif a été modernisé par l'ordonnance

11. Titres de capital ou de créances de sociétés non cotées ou cotées avec une capitalisation inférieure à 500 millions d'euros, actifs réels, part de fonds de capital-risque ou d'entrepreneuriat social ou d'autres ELTIF.

12. Pour chaque client de détail dont le portefeuille d'instruments financiers n'excède pas 500 000 euros, le gérant ou le distributeur doit s'assurer que le client n'investit pas plus de 10 % de la valeur de son portefeuille dans des parts des fonds ELTIF, tout en investissant initialement au moins 10 000 euros dans un ou plusieurs fonds ELTIF.

1
2
3
4
5
6

du 13 juin 2008 qui a permis d'étendre d'une part l'objet et les formes juridiques des véhicules de titrisation et, d'autre part, la nature des actifs pouvant être titrisés.

À l'occasion de la transposition de la directive AIFM, qui a refondu le cadre législatif de la gestion d'actifs, le cadre de la titrisation a également été revu en plaçant les organismes de titrisation sous le statut des fonds d'investissement alternatif. Dans le cadre de cette réforme, les FCC, appelés à disparaître, ont dû se transformer en OT soit sous la forme de fonds commun de titrisation soit sous la forme de sociétés de titrisation avant le 22 juillet 2014.

## **2. L'application de la directive AIFM et la publication d'un décret anti-contournement sur les organismes de titrisation**

La question qui s'est alors posée a été de savoir dans quels cas leur gestionnaire devait être soumis à la réglementation AIFM. La réponse aurait pu être simple si seulement les organismes de titrisation avaient été uniquement destinés à réaliser des opérations de titrisation ; la directive AIFM excluant de son champ d'application les structures de titrisation *ad hoc*. Toutefois, les organismes de titrisation peuvent investir dans des titres financiers ou être exposés à tout autre actif ne constituant pas une exposition à un risque d'assurance ou de crédit et être gérés de manière discrétionnaire par une société de gestion. Dans ce dernier cas, force était de constater que ce type d'organisme de titrisation était très proche des autres types de FIA et qu'il n'y avait donc pas de raison d'exempter leur gestionnaire de l'application de la réglementation AIFM.

La publication du décret du 14 novembre 2014 répond à cet objectif en définissant des critères permettant de soumettre le gestionnaire d'organisme de titrisation à l'intégralité de la réglementation AIFM si :

- l'organisme de titrisation est exposé à plus de 50 % à des risques prenant la forme soit de titres financiers, soit de tout autre actif ne constituant pas une exposition à un risque d'assurance ou de crédit, et que
- lesdits titres ou actifs sont gérés de manière discrétionnaire par la société de gestion ou prennent la forme de contrats financiers conclus, gérés ou résiliés de façon discrétionnaire par la société de gestion.

Alors, l'organisme de titrisation doit être géré par un gestionnaire qui est soumis à l'intégralité de la réglementation AIFM.

Ces mesures permettront d'éviter tout contournement de la réglementation AIFM et d'assurer un *level playing field* entre gestionnaires. Par ailleurs, la possibilité d'une initiative européenne en matière de titrisation pourrait venir compléter les règles pour les gestionnaires qui bénéficient de cette exemption.

## **3. La poursuite des travaux techniques pour définir une titrisation « simple et transparente »**

Une forme de stigmatisation de la titrisation, conséquence des déboires causés par les errements passés, persiste auprès de nombre d'investisseurs, gérants ou décideurs politiques. C'est pourquoi, en parallèle des messages en faveur de la relance et du soutien des marchés de titrisation, début d'année 2014, dans le prolongement des travaux sur le *shadow banking* en 2012, un nouveau projet concernant la titrisation a été initié sous l'égide du Comité de Bâle et l'OICV. Cette initiative a pour ambition plus large de contribuer à la réflexion par la recherche de solutions pour sortir d'un contexte d'auto-portage et de forte dépendance au refinancement par les banques centrales, en s'interrogeant en particulier sur les barrières à l'investissement qui peuvent se poser pour les acteurs non bancaires.

Les discussions du Comité de Bâle et de l'OICV ont abouti à la proposition d'une série de critères pour la mise en œuvre d'une titrisation dite « simple transparente et comparable » ; critères faisant l'objet d'une consultation du 11 décembre 2014 au 13 février 2015 (date limite d'envoi des contributions).

L'enjeu reste donc de faire de la titrisation un instrument effectivement utilisable et utilisé. Il s'agit de déterminer la marche à suivre par l'industrie et les régulateurs pour attirer les investisseurs institutionnels sur ces marchés de manière pérenne. En outre, cela implique de fixer les conditions pour s'assurer que de nouvelles dérives n'aient pas lieu ou n'échappent pas aux régulateurs.

# 4. La lutte contre le blanchiment

---

L'année 2014 n'a pas connu d'évolution législative significative sur le plan européen, les élections européennes ayant interrompu les travaux de la 4<sup>e</sup> directive dite Anti-blanchiment. Sur le plan national, l'année est marquée par l'assujettissement des acteurs du financement participatif<sup>13</sup>, que sont les conseillers en investissements participatifs et les intermédiaires en financement participatif relevant respectivement de la compétence de l'AMF et de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR).

## A. L'ÉVOLUTION LÉGISLATIVE

### 1. L'avancement des travaux relatifs à la 4<sup>e</sup> directive européenne

Le Parlement européen a voté une nouvelle version de la proposition de 4<sup>e</sup> directive publiée par Commission européenne le 5 février 2013 et les négociations communautaires ont également abouti à un compromis sur cette proposition avant l'interruption électorale.

Le principe de continuité s'appliquant aux positions adoptées avant les élections européennes, le COREPER<sup>14</sup> a arrêté le 18 juin 2014, un mandat de négociation sur de nouvelles règles destinées à lutter contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme, qui assurent la double concordance recherchée :

- entre l'approche de l'Union européenne et celle suivie au niveau international par le GAFI,
- et entre les règles en vigueur dans les différents États membres, en veillant à ce que ces règles soient centrées sur le risque et ajustées de manière à répondre aux menaces émergentes.

Ainsi, la phase de trilogue entre le Conseil des ministres de l'Union européenne, le Parlement européen et la Commission européenne s'est engagée en vue d'une publication de la directive d'ici fin 2015.

---

13. Le financement participatif est le fait de financer des projets via un grand nombre de personnes, chacune apportant une petite somme d'argent.

14. Comité des représentants permanents chargé de préparer toutes les réunions au niveau ministériel.

### 2. La modification de l'article L. 561-2 du code monétaire et financier relatif aux personnes assujetties aux obligations de lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme

L'ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif (ou *crowdfunding*) a élargi le champ d'application des obligations de lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme au Conseiller en investissements participatifs (CIP), statut *ad hoc* créé pour les acteurs de ce secteur, qui sont désormais listés au 6° de l'article précité en tant qu'assujettis relevant de l'AMF.

Auparavant, ces professionnels adoptaient le statut de conseiller en investissements financiers (CIF), dont l'activité consiste à proposer à un client des opportunités d'investissement, alors que le CIP a vocation à gérer des levées de fonds d'entreprises via des plateformes sur Internet. Aussi, dans un objectif de clarté, et afin de mieux encadrer les spécificités de leur activité, le législateur a décidé de créer un statut propre pour ces professionnels et de l'assujettir à la réglementation anti-blanchiment à l'instar du statut de CIF.

## B. L'ACTION DE L'AMF

### 1. La mise à jour des lignes directrices<sup>15</sup> de l'AMF en matière de lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme

L'AMF a poursuivi sa démarche pédagogique en procédant à la mise à jour de ses lignes directrices en matière de lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme (LCB/FT) dont l'objet est de répondre aux problématiques concrètes des professionnels et/ou d'attirer leur attention sur certains points législatifs ou réglementaires pour permettre la bonne applicabilité des textes. Même si les changements opérés sont essentiellement d'ordre formel (introduction ou modification d'articles du code monétaire et financier et du règlement général de l'AMF en considération de la loi de séparation et de régulation des activités bancaires

---

15. Positions-recommandations AMF n° 2010-22 et AMF n° 2013-04 consultables sur le site internet de l'AMF.

1

2

3

4

5

6

et de l'ordonnance relative au financement participatif<sup>16</sup>), les associations professionnelles concernées ont été associées à ce travail de mise à jour.

## 2. La participation de l'AMF au rapport de TRACFIN sur l'encadrement des monnaies virtuelles

Dans le cadre des réflexions sur les nouveaux moyens de paiement, le groupe de travail « monnaies virtuelles », mis en place par TRACFIN et auquel l'AMF a participé, a remis en juillet 2014 son rapport à Michel Sapin, ministre des Finances et des Comptes publics.

Ce rapport public rappelle quelques caractéristiques et usages des monnaies virtuelles (notamment *bitcoin*), dresse un panorama des risques et menaces qu'elles présentent du fait de leurs caractéristiques (extraterritorialité et absence d'organe de régulation) et de leur mode de fonctionnement (anonymat). Il formule également des recommandations en vue d'en diminuer les impacts négatifs (financement d'activités criminelles et blanchiment du produit de celles-ci) et de favoriser l'émergence d'un cadre juridique adapté aux risques posés par ces monnaies afin de mieux prévenir leurs usages à des fins frauduleuses ou de blanchiment.

## 3. L'appel à vigilance dans le cadre des événements en Ukraine

Dans le cadre de l'article L.561-30 du code monétaire et financier, TRACFIN a lancé le 28 février 2014 un appel à vigilance en demandant aux Autorités de contrôle d'alerter les professionnels relevant de leur compétence du risque que des opérations suspectes soient engagées entre l'Ukraine et la France.

L'AMF a immédiatement mobilisé les associations professionnelles représentatives de ses assujettis afin que leurs adhérents mettent en place sans délai un dispositif *ad hoc* fondé sur une approche par les risques, notamment :

- en renforçant leur vigilance à l'égard des opérations financières susceptibles de se rapporter directement ou indirectement à l'Ukraine, surtout celles impliquant des personnes politiquement exposées ;

- en portant une attention particulière sur l'origine et la destination des fonds, sur l'objet de l'opération et l'identité des donneurs d'ordres et des bénéficiaires effectifs, notamment si ces personnes agissent au travers de structures juridiques écrans, de mandataires ou de personnes tierces ;
- en déclarant, sans délai, à TRACFIN les opérations susceptibles de relever de l'article L. 561-15 I et II du code précité, notamment celles mettant en péril le suivi des sommes concernées, afin de mettre TRACFIN en mesure d'exercer, le cas échéant, son droit d'opposition.

## 4. La démarche de l'AMF en matière d'obligation déclarative à TRACFIN

Dans son rapport d'activité 2013, TRACFIN relève que le bilan de l'activité déclarative<sup>17</sup> (professions financières et non financières) progresse et que, si les déclarations de soupçon des professionnels du secteur financier sont les plus nombreuses, celles des assujettis AMF sont très faibles au regard de leur activité économique.

L'AMF a adressé un courrier aux associations professionnelles pour leur rappeler l'importance de l'obligation déclarative à TRACFIN en précisant :

- qu'elle a publié conjointement avec TRACFIN des lignes directrices<sup>18</sup> sur l'obligation de déclaration à TRACFIN, qui détaillent les conditions de mise en œuvre de l'obligation de déclaration de soupçon ;
- que les professionnels sont exonérés de leur responsabilité civile, pénale ou disciplinaire pour violation du secret professionnel, dénonciation calomnieuse et complicité de blanchiment, lorsqu'ils effectuent une déclaration de soupçon et qu'elle est établie de bonne foi ;
- qu'un manquement à l'obligation légale de déclaration de soupçon est susceptible de faire l'objet d'une sanction du régulateur ;
- que l'AMF attend des progrès dans la pratique déclarative de ses assujettis afin d'optimiser leur participation effective au dispositif national de lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme.

16. Loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 et ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014.

17. Article L.561-15 du code monétaire et financier.

18. Position-recommandation AMF n° 2010-23 consultable sur le site internet de l'AMF.





## 5. La commercialisation : une protection accrue de l'investisseur

---

### A. LE RÈGLEMENT EUROPÉEN PRIIPS

Le règlement européen portant sur le document d'informations clés des produits d'investissement à destination des investisseurs non professionnels, communément désigné règlement « PRIIPs », voté le 15 avril 2014 et publié au Journal officiel de l'Union européenne le 9 décembre 2014 entrera en vigueur en 2016.

Il prévoit principalement la mise en place d'un document précontractuel d'informations clés pour les produits d'investissement dont la performance est fonction d'actifs sous-jacents au produit, non détenus directement par l'investisseur.

Le périmètre d'application du règlement PRIIPs inclut donc les obligations structurées, les fonds d'investissement (OPCVM et FIA), les dépôts structurés, les contrats d'assurance vie en unité de compte, les produits dérivés, les CFD (*contracts for difference*, contrats pour la différence), les obligations convertibles. Les titres ou parts de véhicules *ad hoc* (du type *special purpose vehicles*, SPV) sont également concernés par le règlement.

Pour ces produits, le règlement requiert du concepteur/fabricant du produit qu'il établisse un « document clé d'information » (DICI), au format clair et concis, constitué de différentes rubriques devant permettre à l'investisseur non professionnel de disposer des informations essentielles pour comprendre le produit (qu'il soit financier, bancaire ou assurantiel) et procéder à

des comparaisons entre produits « packagés ». Ce nouveau DICI sera différent de celui actuellement applicable aux OPCVM.

En outre, le règlement ne se limite pas à la seule transparence en amont de la commercialisation, il comporte également des dispositions venant aligner le pouvoir des autorités de supervision européenne et des autorités nationales en matière de supervision des produits.

Ce texte présente la particularité d'être l'un des rares textes transversaux concernant à la fois les produits bancaires, assurantiers et de marchés financiers, d'où son importance stratégique en termes de convergence des pratiques entre des produits qui sont souvent substituables.

Néanmoins, l'étendue du périmètre, qui englobe des produits ayant des caractéristiques très différentes, pose quelques difficultés à l'élaboration d'un DICI permettant d'assurer la comparabilité des produits.

Par ailleurs, le comité conjoint (*Joint Committee*) des trois autorités européennes de supervision<sup>19</sup> travaille actuellement sur un avis technique dont l'objet sera de préciser certaines dispositions du règlement, notamment en ce qui concerne le contenu du DICI et qui devra être transmis à la Commission européenne en 2015.

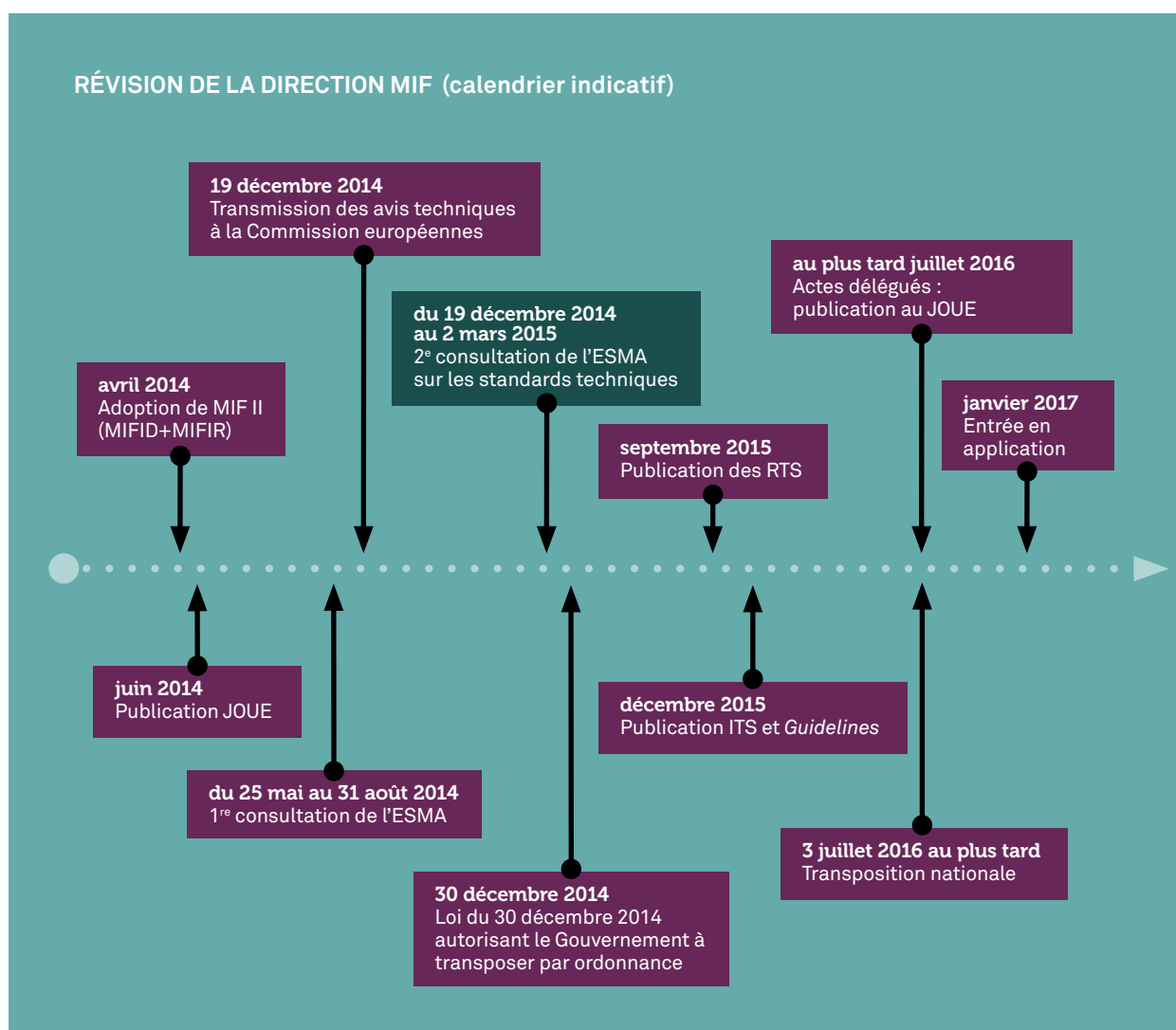
---

19. ESMA, EBA (Autorité européenne des banques) et EIOPA (Autorité européenne des assurances et des pensions).

Les services de l'AMF et de l'ACPR participent au groupe de travail de ce comité, en charge de rédiger ce projet d'avis technique.

## B. LA RÉVISION DE LA DIRECTIVE MARCHÉS D'INSTRUMENTS FINANCIERS

La révision de la directive Marché d'instruments financiers (dite « directive MIF ») a cherché à accroître la protection offerte aux investisseurs lors de la commercialisation des produits d'investissement, d'une part en limitant les conflits d'intérêts, d'autre part en renforçant le contrôle de la commercialisation des produits complexes.



## 1. La limitation des conflits d'intérêts

Un axe essentiel de limitation des conflits d'intérêts concerne le renforcement de l'encadrement des rétrocessions (*inducements*) perçues par le prestataire. Ainsi, le projet de directive interdit désormais la perception de ces rétrocessions dans le cadre de la gestion de portefeuille et de conseil dit « indépendant ». Pour les autres services, ces rétrocessions restent autorisées si, par exemple, elles permettent d'améliorer le service fourni au client.

L'ESMA a remis un avis technique à la Commission européenne qui vise notamment à clarifier d'une part les critères d'amélioration du service que doivent remplir les rétrocessions pour être conformes à la directive (c'est-à-dire acceptables par les prestataires offrant des services autres que la gestion de portefeuille et le conseil indépendant).

L'AMF s'est fortement impliquée dans les débats au sein de l'ESMA sur la notion d'amélioration de la qualité du service qui justifie la perception de rétrocession. Elle a souhaité défendre l'accès des investisseurs, et en particulier les moins fortunés, à un service de conseil de qualité. En limitant la capacité des distributeurs à percevoir des rétrocessions, la proposition initiale de l'ESMA aurait conduit à réserver le conseil financier aux seuls investisseurs pouvant le payer sous forme d'honoraires et à remettre en cause le modèle en architecture ouverte qui permet une distribution plus indépendante et une meilleure mise en concurrence au profit des investisseurs. Après ces débats et la consultation publique, l'ESMA a proposé une définition plus ouverte des situations justifiant la perception de rétrocessions par les intermédiaires. L'AMF souhaite que la Commission européenne puisse adopter la proposition exigeante et équilibrée que l'ESMA a proposé et qui marque une véritable amélioration de la protection des clients.

L'ESMA recommande, par ailleurs, que l'analyse financière puisse continuer à être financée directement par les portefeuilles gérés, sous réserve de la mise en place d'une logique budgétaire et d'un contrôle strict des sommes affectées à chaque portefeuille et de l'utilité de la recherche achetée.

L'AMF a exprimé son inquiétude sur cette réforme du financement de l'analyse financière prévue par le projet de révision de la directive qui n'a pas donné lieu à une analyse d'impact préalable et n'a pas fait l'objet

d'un débat politique suffisamment approfondi. Or, il apparaît que l'analyse financière, dont le modèle économique est fragile, est un élément déterminant pour le bon fonctionnement des marchés et spécialement pour le financement par le marché des PME et ETI.

## 2. Les produits complexes

Concernant les produits complexes, le renforcement réglementaire s'illustre dans la révision de la directive MIF à travers trois axes principaux.

Le premier concerne la révision, dans un sens plus restrictif, de la liste des produits dits « non complexes » au sens de la directive, c'est-à-dire pouvant être vendus sans analyse approfondie des besoins et de la situation du client. Ainsi, les OPCVM structurés sont désormais exclus de cette liste. Des orientations de l'ESMA devront également venir préciser certains critères de complexité applicables aux obligations et autres titres de créances ainsi qu'aux dépôts structurés.

Le deuxième axe concerne la mise en place de règles de gouvernance des produits, spécifiant notamment qu'un produit doit être conçu pour pouvoir répondre aux besoins d'une cible de clientèle identifiée. Ces nouvelles règles font aussi l'objet d'un avis technique de l'ESMA, qui précise en particulier la répartition des responsabilités entre concepteur et distributeur, notamment dans le cas où le concepteur n'est pas soumis à la directive MIF.

Le troisième axe concerne les pouvoirs d'intervention des autorités, tant nationales qu'européennes, dès lors qu'en dépit des mesures de gouvernance mentionnées ci-dessus un produit menace l'intérêt des investisseurs ou la stabilité du marché. L'avis de l'ESMA précise les règles d'intervention des autorités, et notamment les critères à prendre en considération pour justifier de telles interventions.

## C. LES INITIATIVES SUR LE SUIVI DES CONSEILLERS EN INVESTISSEMENTS FINANCIERS

L'année 2014 aura été riche en matière de supervision et de suivi des conseillers en investissements financiers (CIF), tant directement au niveau des CIF que de leurs associations professionnelles.

1

2

3

4

5

6



En effet, l'AMF a pris acte en novembre 2014 des modifications portées aux dossiers d'agrément des associations, dossiers qui décrivent les procédures mises en œuvre par ces dernières en vue d'assurer leurs missions (admission, formation continue, contrôle sur place des CIF, etc.).

Au regard des modifications portées, les missions des associations sont dorénavant mises en œuvre dans le cadre de procédures respectant un socle minimum commun aux cinq associations professionnelles actuellement agréées. De ce fait, par répercussion, les CIF seront soumis aux mêmes règles minimales quelle que soit l'association à laquelle ils adhèrent (modalités du contrôle sur place, recueil d'information en vue de l'adhésion, formation continue, etc.).

Par ailleurs, les CIF seront tenus, à partir de janvier 2015, de déclarer dans une fiche de renseignements annuels (FRA) leurs données d'activité, à l'image de celle des sociétés de gestion de portefeuille et les prestataires de services d'investissement.

Concrètement, les CIF devront transmettre cette fiche à leur association avant le 30 avril de chaque année, et les associations seront chargées de transférer l'ensemble des fiches de leurs adhérents avant le 30 juin de chaque année à l'AMF. Au regard de l'analyse de ces premières remontées statistiques en 2015 sur cette population de près de 5 000 entités, le modèle de fiche pourrait évoluer au cours des prochains exercices.

Le modèle de la fiche à renseigner a été établi par l'AMF après avoir été soumis à la consultation des associations professionnelles.

## D. L'EXAMEN DES DOCUMENTS COMMERCIAUX DES PRODUITS DESTINÉS AU GRAND PUBLIC

### 1. Le rôle de l'AMF

En complément de l'action qu'elle mène sur les publicités concernant l'impact sur les investisseurs (cf. chapitre 1, page 17), l'AMF veille aussi quotidiennement au suivi de la commercialisation des produits financiers destinés au grand public; elle s'assure que la commercialisation réalisée par les acteurs financiers est conforme à la réglementation qui leur est applicable et respecte notamment le principe fondamental d'une information claire, exacte et non trompeuse (article 314-10 et suivants du règlement général de l'AMF).

Cette action s'exerce aussi bien en amont de la période de commercialisation, lors de l'agrément initial des produits, que pendant la commercialisation grâce à une veille active réalisée par les services de l'AMF sur les différents médias existants : site internet des acteurs, vidéos, bannières internet, forums, etc.

L'approche développée repose sur le principe d'identification des risques de mauvaise commercialisation, notamment, lorsque les produits concernés sont commercialisés auprès d'une clientèle peu avertie et qu'ils présentent des caractéristiques rendant difficile la compréhension de leur profil de rendement / risque. Les services de l'AMF se concentrent également sur les campagnes à grande échelle à destination du grand public d'offres plus classiques.

Lors de l'examen des documents commerciaux, les diligences portent principalement sur :

- l'équilibre général de la présentation faite du produit avec une présentation des risques ou inconvénients du fonds sur le même plan que ses promesses de rendement ou avantages ;

- une description claire et non trompeuse des produits pouvant présenter des caractéristiques difficiles à appréhender par l'épargnant ;
- la présentation d'un scénario réellement défavorable pour illustrer le fonctionnement des OPCVM/FIA à formule ;
- la mise en exergue de la durée de blocage des avoirs des produits de capital investissement notamment ;
- la mise en cohérence des informations présentées dans les brochures avec celles de la documentation légale.

Par ailleurs, dans un contexte d'ouverture des marchés européens, le suivi de la commercialisation concerne également les supports commerciaux des fonds étrangers autorisés à la commercialisation en France. Cette approche permet ainsi d'avoir un traitement homogène des produits français et étrangers commercialisés en France.

Enfin, s'il est vrai que la protection de l'investisseur passe en grande partie par une documentation commerciale claire, exacte et non trompeuse, elle ne s'y réduit pas. C'est pourquoi les services de l'AMF, au travers de leurs nombreux échanges avec les acteurs (réunions, visites des sociétés de gestion, forums du type Patrimonia, Actionaria), effectuent un important travail de sensibilisation aux bonnes pratiques en matière de commercialisation auprès des acteurs financiers.

## 2. Les grandes tendances de l'année 2014

Sur l'année 2014, près de 380 documents commerciaux ont été examinés lors des phases d'agrément ou d'autorisation de commercialisation et plus d'une centaine de campagnes commerciales lancées ont fait l'objet d'échanges avec les acteurs concernés afin d'en faire évoluer le contenu.

L'action de l'AMF s'adapte, par ailleurs, au contexte et aux tendances de marché. Le début de l'année 2014 a été marqué par un essor de la commercialisation des fonds éligibles PEA PME du fait du nouveau dispositif fiscal entré en vigueur fin 2013, avec 17 documents commerciaux examinés pour le seul premier trimestre 2014. Les nombreuses documentations des produits de capital investissement et d'épargne salariale ont également été revues. La veille relative à la commercialisation des fonds à formule est, quant à elle, constante sur l'année avec plus de 20 documents commerciaux examinés chaque trimestre.

La revue systématique de la documentation commerciale des fonds éligibles au nouveau dispositif PEA PME a constitué un volet important en nombre de dossiers du suivi de la commercialisation de l'année 2014. Cette revue a notamment consisté à s'assurer que la liquidité plus restreinte de ces produits soit suffisamment mise en avant et que l'avantage fiscal de ces produits n'occulte pas les risques qu'ils comportent.

Concernant la commercialisation des fonds à formule, et dans la continuité des années 2012 et 2013, les services de l'AMF ont poursuivi le travail d'application de la position relative à la commercialisation des produits complexes (position DOC-2010-05). Certaines structurations ont ainsi été revues en amont du lancement des produits en vue de les simplifier et ainsi les rendre plus compréhensibles pour l'épargnant. L'effort de présentation de scénarios clairs et intelligibles dans la documentation commerciale s'est également poursuivi.

Concernant les produits de capital investissement, un grand nombre de documentations commerciales ont été revues afin de mettre davantage en exergue les durées de blocage des avoirs que présentent ces fonds. Une attention particulière a été portée à l'équilibre général des documentations commerciales afin que les risques, et notamment celui de perte en capital, apparaissent dès le début des plaquettes commerciales.

Enfin, les documentations commerciales des produits étrangers ont également été revues de manière plus marquée en 2014. À titre d'exemple, lorsque des produits disposaient d'une documentation légale très succincte, la documentation commerciale n'a pu faire état de caractéristiques non décrites dans celle-ci. Ceci a conduit à restructurer de manière conséquente certaines brochures.

Dans la continuité des années précédentes, les services de l'AMF ont poursuivi leur travail de diffusion des bonnes pratiques en matière de commercialisation auprès des acteurs financiers pour assurer une meilleure protection de l'épargnant.

1

2

3

4

5

6

## 6. Promouvoir une intermédiation fiable

---

### A. LA PUBLICATION D'UN GUIDE SUR LA MEILLEURE EXÉCUTION ET LA MEILLEURE SÉLECTION

Sur la base d'une étude thématique et des réflexions d'un groupe de travail associant des professionnels notamment (banques d'investissement et sociétés de gestion) et des représentants des épargnants, l'AMF a publié en 2014 un guide sur la meilleure exécution et la meilleure sélection, qui prend la forme d'un document de doctrine (position-recommandation DOC-2014-07). Les travaux menés en amont avaient en effet permis de constater des disparités à la fois dans l'interprétation et dans l'application des textes s'agissant du contenu de la politique d'exécution, du réexamen de la politique d'exécution, de l'articulation entre politique d'exécution et politique de sélection et de l'information apportée au client.

Ces travaux ont mis en évidence à quel point la fragmentation des marchés induite par la directive MIF a complexifié l'exécution des ordres. Ils ont également mis en lumière le risque qu'une analyse exclusivement quantitative conduite les intermédiaires à privilégier des lieux d'exécution moins transparents et moins robustes au détriment de la compréhension de l'investisseur et pour un gain financier finalement faible pour le client particulier. L'AMF a ainsi souligné qu'elle attendait des intermédiaires un exercice sérieux et formalisé de réexamen de leur politique d'exécution tout en laissant ouverte la possibilité de prendre en compte des éléments qualitatifs et d'adapter leurs dispositifs en fonction de la nature et des attentes de leurs clients.

Ainsi, la publication de ce guide s'inscrit pleinement dans la volonté exprimée par l'AMF dans son plan stratégique 2013-2016 :

- de redonner confiance aux épargnants dans un environnement de marché rendu plus complexe par la directive MIF et par les évolutions technologiques ;
- et de promouvoir une intermédiation fiable et de qualité en fournissant des orientations claires sur les conditions dans lesquelles l'AMF entend voir appliquée la règle de meilleure exécution.

### B. LA SUPERVISION DU RESPECT PAR LES ACTEURS DE MARCHÉ DES DISPOSITIONS DU RÈGLEMENT EMIR

L'accompagnement des acteurs de marché dans la mise en œuvre du règlement EMIR sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux s'est poursuivi au cours de l'année 2014, marquée par l'entrée en vigueur de l'obligation de *reporting* aux *trade repositories* des transactions sur instruments dérivés et la pleine application des techniques d'atténuation des risques.

Ces dispositions ont fait l'objet d'une supervision active par le biais d'échanges continus avec les professionnels, de l'intégration dans le questionnaire annuel responsables de la conformité pour les services d'investissement de questions spécifiques sur EMIR, d'un suivi mensuel des délais de confirmation des principaux acteurs et de contrôles de cohérence sur les données déclarées auprès des différents *trade repositories*. L'analyse de ces données a révélé un manque structurel de fiabilité et a conduit à des échanges de nature opérationnelle avec les contreparties, les *trade repositories* et l'ESMA pour contribuer à l'amélioration progressive de la qualité des déclarations.

### C. UN MONITORING DÉSORMAIS QUOTIDIEN ET AUTOMATISÉ DES SUSPENS DE RÈGLEMENT/LIVRAISON

La surveillance des suspens de règlement/livraison a été initiée par l'AMF dès 2008, dans le cadre de l'interdiction des « ventes à découvert à nu » portant sur les valeurs financières. Depuis, l'AMF a poursuivi ses travaux en la matière en manifestant une forte présence auprès des opérateurs pour assurer le respect des délais de règlement/livraison.

En 2014, le mode de surveillance des suspens a été encore amélioré : il s'appuie désormais sur un outil informatique dédié au suivi des suspens des affiliés d'Euroclear France qui permet une plus grande réacti-

tivité, avec la possibilité de prendre l'attache des acteurs de marché concernés ou du dépositaire central dès le lendemain de l'observation d'un pic de suspens.

Ce nouveau dispositif a notamment permis un suivi quotidien des taux de suspens lors du passage à T+2 le 6 octobre 2014 (réduction de 3 à 2 jours du délai de règlement/livraison, en anticipation de l'obligation fixée par le règlement européen n° 909/2014 concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres).

## D. UNE ATTENTION ENCORE RENFORCÉE SUR LE TRADING DE CFD ET FOREX

L'AMF a réalisé en 2014 une étude mettant en évidence les pertes subies par la clientèle des plateformes de *trading* sur CFD et Forex sur une période d'observation de quatre ans, dans le but d'alerter une nouvelle fois les épargnants sur le risque extrêmement élevé de ces produits, inadaptés à la grande majorité des investisseurs particuliers (cf. chapitre 1, page 13).

En parallèle, l'AMF porte une attention constante au respect par les intermédiaires concernés des règles de conduite qui leur sont applicables, y compris s'agissant des succursales étrangères implantées en France dont le suivi a été initié en 2013.

# 7. Panorama des intermédiaires financiers et de l'offre de produits collectifs en 2014

---

## A. LES AGRÈMENTS ET LES PASSEPORTS DES ACTEURS

### 1. Les sociétés de gestion de portefeuille (SGP)

En 2013, l'AMF anticipait une année 2014 extrêmement riche en matière d'agrèments considérant d'une part la fin de la période transitoire fixée au 22 juillet 2014 et, d'autre part, la volonté du régulateur d'accompagner avec la plus grande efficacité les acteurs de la gestion dans les changements majeurs intervenus à l'occasion de l'entrée en vigueur de la directive AIFM.

Et 2014 fut en effet une année d'une rare intensité avec près de 400 dossiers présentés au Collège, le triple d'une année normale, les équipes de l'AMF et plus particulièrement de la Direction de la gestion d'actifs

ayant tout mis en œuvre pour donner aux acteurs les outils nécessaires pour faire de la directive AIFM une opportunité pour la place de Paris.

#### a. Les agrèments délivrés

Sans surprise, le nombre des nouvelles sociétés de gestion de portefeuille s'est envolé en 2014 avec pas moins de 48 agrèments initiaux délivrés soit une hausse de 23 % par rapport à 2013 et de 41 % en comparaison avec 2012. Néanmoins, cette forte progression est en trompe l'œil considérant que 12 d'entre eux ont concerné des sociétés déjà agrèées au titre de régimes abrogés par la nouvelle réglementation (sociétés de gestion de FCC, de SCPI et de SEF) et 7 autres ont concerné des acteurs nouvellement et directement soumis à l'agrèment en qualité de société de gestion de portefeuille au titre de la gestion

1
2
3
4
5
6

d'autres fonds d'investissement alternatifs (FIA) à destination d'une clientèle non professionnelle (groupements forestiers, gestionnaires de société de capital risque, de société civile immobilière, etc.). Ainsi, retraits des impacts directs des nouveaux textes, la dynamique de création s'estompe légèrement avec tout de même 29 nouveaux acteurs. Parmi eux, la quasi-totalité provient de projets entrepreneuriaux et la majorité (59%) intervient sur des classes d'actifs dits « réels » (immobilier et capital investissement), confirmant ainsi la tendance observée en 2013. Le retour des enseignes de gestion privée reste fragile (4 agréments en 2014).

#### b. Les retraits d'agrément

En 2014, l'AMF a procédé au retrait de l'agrément de 27 sociétés de gestion de portefeuille (tous à l'initiative des sociétés de gestion), en ligne avec les exercices précédents.

Si l'année 2013 avait mis en avant les contrecoups de l'enracinement de la crise financière dans la gestion d'actifs, les retraits prononcés en 2014 traduisent pour un gros tiers une rationalisation des groupes ou une fusion industrielle entre deux sociétés de gestions de portefeuille. Les raisons économiques, à savoir l'insuffisance d'encours au regard des coûts fixes supportés par les sociétés, expliquent cette année encore une dizaine de retraits d'agrément, le solde étant constitué notamment d'une transformation en succursale d'un intervenant européen ou de fermetures d'antennes nationales de gestionnaires d'origine étrangère. Les délocalisations ne concernent que deux sociétés, l'une au Luxembourg et l'autre au Royaume-Uni.

#### c. Les sociétés existantes à fin 2014

Dans ce contexte, la population des sociétés de gestion de portefeuille bat un nouveau record historique : au 31 décembre 2014, 634 sociétés disposaient d'un agrément soit une progression de plus de 3%.

#### d. Les extensions d'agrément au titre de la directive AIFM

En 2014, l'AMF a instruit pas moins de 268 dossiers d'extension d'agrément au titre de la directive AIFM pour des sociétés de gestion existantes. Ces demandes ont bien évidemment concerné une majorité de sociétés soumises intégralement à la directive mais également des sociétés en dessous des seuils de la directive et souhaitant volontairement opter pour le régime intégral du fait de la proximité de la réglementation française avec les standards AIFM (la proportion d'*opt-in* représentant environ un tiers des agréments délivrés).

Parmi les acteurs agréés, les deux tiers interviennent soit dans le capital investissement (plus de 150 sociétés de gestions de portefeuille), soit dans l'immobilier (50 agréments, soit les trois quarts de la population concernée).

Au total, la France compte désormais plus de 300 sociétés de gestion de portefeuille soumises intégralement à la directive AIFM.

#### e. Les autres extensions de programme d'activité

Là encore, les évolutions réglementaires ont eu une incidence directe sur l'activité de l'AMF. Ainsi, sur les 97 extensions de programme d'activité traités en 2014

**TABLEAU 3 : État récapitulatif des agréments de sociétés de gestion en 2014**

Sociétés existantes au 31/12/2013	613
Nouvelles SGP (sociétés agréées définitivement en 2014)	48
Retraits décidés en 2014	- 27
Dont retraits d'agrément définitifs prononcés en 2014	- 21
Dont retraits d'agrément en cours prononcés en 2014	- 6
<b>SOCIÉTÉS EXISTANTES AU 31/12/2014</b>	<b>634</b>



(chiffre toujours en progression par rapport aux années précédentes : 71 dossiers hors AIFM en 2013), une quarantaine est étroitement liée :

- à la volonté de certains acteurs de ne pas se placer, même partiellement, sous le coup de la directive AIFM (16 dossiers de renonciation à la gestion de FIA soit 17 % du total) ou, au contraire, de lancer une activité de gestion de FIA (6 extensions) ;
- au souhait de bénéficier des nouvelles opportunités et notamment la possibilité de cumuler les activités de gestion d'OPCVM et de réception-transmission d'ordres (RTO) dès lors que la société est intégralement soumise à la directive AIFM (13 sociétés ont ainsi obtenu une extension à la gestion d'OPCVM et 6 à l'exercice du service de RTO).

Parmi les évolutions plus traditionnelles, la plus notable concerne le nombre important de demandes relatives à l'utilisation de dérivés, essentiellement simples (14 demandes). Le contexte de taux bas pouvant nécessiter une gestion plus sophistiquée peut justifier en partie cette tendance. Enfin, les extensions au service de gestion sous mandat font leur retour, engouement à mettre en parallèle de la dynamique observée sur les produits fiscaux, notamment ISF (impression renforcée par l'augmentation des créations de sociétés de gestion privée).

#### **f. Les gestionnaires enregistrés**

Pour la première fois, l'AMF a été amenée à enregistrer des gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (FIA) non agréés en qualité de sociétés de gestion de portefeuille. Cette possibilité offerte au titre de la directive AIFM ne s'adresse qu'à des gestionnaires, très souvent sous la forme de véhicules autogérés, ne dépassant pas les seuils d'encours prévus par la directive AIFM et ne s'adressant qu'à des investisseurs professionnels au sens de la directive MIF.

25 gestionnaires ont été ainsi enregistrés à ce jour pour 37 véhicules (sous la forme de SA ou SAS dans la majorité des cas) pour un encours cumulé de plus d'un milliard d'euros.

#### **g. Le processus de labellisation EuVECA – EuSEF**

Dans le cadre du plan européen d'amélioration du financement de l'économie, ont été créés deux labels (un de capital-investissement européen – EuVECA, l'autre sur les entreprises créatrices d'effets sociaux positifs – EuSEF), autorisant des FIA à être passe-

portés au sein de l'Union européenne sous respect de certains critères. À ce jour, l'AMF a reçu deux dossiers de notification de véhicules conformes aux règlements européens (pour un encours proche de 26 millions d'euros au total).

Le processus de notification auprès de l'AMF diffère légèrement selon que le gestionnaire est déjà existant au moment de la notification, ou non. De manière générale, l'analyse du gestionnaire EuVECA ou EuSEF réalisée par les services se concentre sur trois thèmes :

- vérification de la qualité du gestionnaire. L'AMF s'assure que le gestionnaire du fonds dispose de fonds propres et de moyens humains et techniques suffisants pour mener la politique d'investissement prévue par le prospectus. Les dispositifs de contrôle ainsi que les conflits d'intérêts potentiels sont également examinés ;
- vérification de l'éligibilité au dispositif. Pour cela, les services analysent les critères de sélection des titres des véhicules soumis à notification. Selon les particularités de chaque fonds, des vérifications particulières peuvent également être menées. Par exemple, le règlement EuSEF dans son article 13 3°, impose qu'un audit du fonds soit mené au moins une fois par an ;
- vérification des procédures de commercialisation. En effet, les EuVECA et les EuSEF sont réservés soit à des investisseurs professionnels au sens de la directive MIF, soit à des investisseurs non professionnels investissant un minimum de 100 000 euros et signant une attestation dans laquelle ils reconnaissent comprendre les risques encourus.

#### **h. Une montée en puissance de l'utilisation des passeports gestion AIFM**

Au cours de l'exercice 2014, 5 notifications de libre établissement et 101 notifications de libre prestation de services dans un autre État de l'Union européenne conformes à la directive AIFM ont été examinées par l'AMF.

L'AMF permet aux sociétés de gestion de portefeuille agréées pour gérer des FIA de transmettre ce dossier de notification directement par voie électronique.

Dès lors que la société de gestion est agréée au titre de la directive AIFM, elle ne peut pas faire usage du passeport européen au titre de la directive MIF. En effet, les sociétés de gestion de portefeuille agréées au titre de la directive AIFM sont dans l'impossibilité de

1

2

3

4

5

6



cumuler leur agrément AIFM avec celui de la directive MIF (cf. Questions-réponses de la Commission n° 1142 et n° 1143).

Lors de l'entrée en vigueur de la directive AIFM, le passeport de l'article 33 de la directive était limité à la fourniture, directement ou via l'implantation d'une succursale, de la seule activité de gestion de FIA. Le 24 juin 2014, le Collège de l'AMF, par anticipation de la modification de la directive AIFM par la directive MIF II, a autorisé la modification de l'instruction DOC-2008-03 et de ses formulaires contenus à l'annexe 6.3 pour permettre expressément aux sociétés de gestion de portefeuille agréées en tant qu'AIFM de « passer-porter » les services auxiliaires visés à l'article 6 (4) de la directive AIFM (plus particulièrement le conseil ou la réception transmission d'ordres). Corrélativement, l'AMF a accepté, dès la publication de l'instruction DOC-2008-03 remaniée, les passeports AIFM intégrant des services relevant de la directive MIF en provenance d'autres États membres.

#### **i. Une stabilité de l'utilisation des passeports gestion OPCVM**

Au cours de l'exercice 2014, 9 notifications de libre établissement et 68 notifications de libre prestation de services dans un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen conformes à la directive 2009/65/CE (dite « directive OPCVM ») ont été examinées par l'AMF.

Jusqu'à présent, l'annexe 6.2 de l'instruction DOC-2008-03 prévoyait que le dossier de notification d'exercice d'activité dans un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen au titre de la directive 2009/65/CE devait être envoyé par voie postale à l'AMF. Depuis le mois d'octobre 2014, l'AMF permet aux sociétés de gestion de portefeuille agréées pour gérer des fonds OPCVM de transmettre ce dossier de notification directement par voie électronique.

Le passeport MIF devient anecdotique; seules deux notifications de libre prestation de services ont été examinées en 2014 par l'AMF à destination d'un seul État : le Royaume-Uni.

#### **j. Le bilan des passeports « IN/OUT » : libre établissement (LE), libre prestation de services (LPS) par pays**

Un total de 106 passeports AIFM (LPS et LE confondus) ont été notifiés, dont :

- 21 ont concerné la seule activité de gestion de FIA;
- 5 ont concerné l'exercice exclusif d'un ou plusieurs services d'investissement, motivé pour 2 passeports en libre établissement et 1 passeport en libre prestation de services par la substitution d'un passeport AIFM à un passeport MIF;
- le solde 81 a concerné à la fois la gestion de FIA (quand bien même aucun FIA n'était d'ores et déjà identifié dans le formulaire de passeport) et la fourniture d'un ou plusieurs services d'investissement.

Sur les 50 LPS AIFM émanant du Royaume-Uni, on distingue :

- 10 LPS reçues avant juin 2014 (date à partir de laquelle l'AMF a accepté les passeports AIFM intégrant des services relevant de la directive MIF en provenance d'autres États membres), LPS dont l'AMF a accusé réception en septembre 2014 avec effet au 24 juin 2014 (date du Collège de l'AMF);
- 20 LPS motivées par la suppression concomitante d'un passeport MIF.

Les 3 passeports en libre établissement ont donné lieu à la création de 2 succursales, dans la mesure où une même société de gestion de droit allemand, a fait usage du passeport au titre à la fois de la directive OPCVM et de la directive AIFM pour une unique implantation en France, étant précisé que cette implantation était préexistante sous la forme d'une société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF. L'ouverture effective de la

**TABLEAU 4 : Bilan des passeports « OUT »**

État d'accueil	LPS OPCVM	LE OPCVM	LPS AIFM	LE AIFM
Allemagne	4	2	6	1
Autriche	2	–	2	–
Belgique	16	2	5	–
Bulgarie	–	–	1	–
Croatie	1	–	–	–
Danemark	–	–	3	–
Espagne	6	1	3	–
Estonie	–	–	2	–
Finlande	–	–	3	–
Grèce	–	–	2	–
Hongrie	–	–	2	–
Islande	–	–	–	–
Irlande	1	–	8	–
Italie	5	1	4	–
Lettonie	–	–	2	1
Lituanie	–	–	1	–
Liechtenstein	–	–	–	–
Luxembourg	20	–	31	–
Malte	–	–	1	–
Norvège	1	–	–	–
Pays-Bas	5	–	4	–
Pologne	–	–	2	–
Portugal	2	–	3	–
République tchèque	–	–	2	–
Roumanie	–	–	1	–
Royaume-Uni	4	3	8	3
Slovaquie	–	–	1	–
Slovénie	–	–	1	–
Suède	1	–	3	–
<b>TOTAL</b>	<b>68</b>	<b>9</b>	<b>101</b>	<b>5</b>
<b>Nombre de SGP ayant passeporté</b>	<b>35</b>	<b>8</b>	<b>40</b>	<b>5</b>

**TABLEAU 5 : Bilan des passeports « IN »**

État d'origine	LPS OPCVM	LE OPCVM	LPS AIFM	LE AIFM
Allemagne	1	1	1	1
Autriche	1	–	–	–
Belgique	1	–	–	–
Espagne	2	–	–	–
Luxembourg	3	–	3	–
Malte	–	–	1	–
Pays-Bas	1	–	–	–
Royaume-Uni	1	–	50	1
<b>TOTAL</b>	<b>10</b>	<b>1</b>	<b>55</b>	<b>2</b>

1

2

3

4

5

6

succursale française de la société de gestion de droit allemand a coïncidé avec le retrait par l'AMF de l'agrément de la société de gestion de droit français.

Le passeport MIF *in*, tout comme le passeport MIF *out*, est anecdotique ; seules 2 notifications de libre prestation de services, portant exclusivement sur le service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers, ont été reçues en 2014 par l'AMF, émanant l'une du Royaume-Uni, l'autre de la Belgique.

La liste des sociétés de gestion exerçant en France, au titre d'un passeport en LPS ou en libre établissement, sous couvert de l'une des trois directives en vigueur, est accessible sur le site internet de l'AMF dans la base Geco. Cette liste est actualisée de façon hebdomadaire.

## 2. La mise en place du nouveau statut de conseiller en investissements participatifs et les premiers enregistrements

La réglementation relative au financement participatif est entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> octobre 2014. Deux nouveaux statuts nationaux ont été créés : celui de conseiller en investissements participatifs (CIP) et celui d'intermédiaire en financements participatifs. Ces statuts s'ajoutent à celui de prestataire de services d'investissement qui peut aussi réaliser une activité de financement participatif.

L'AMF a, dès l'été 2014, mis en place un guichet afin de pouvoir centraliser et répondre aux questions des acteurs intéressés par l'activité de financement participatif via les instruments financiers. Certains acteurs (déjà opérationnels ou en projet) ont souhaité déposer des dossiers de demande d'immatriculation en tant que CIP bien avant la date du 1<sup>er</sup> octobre afin de pouvoir bénéficier de ce statut dès la date d'entrée en vigueur de ce dernier.

Au 31 décembre 2014, les services en charge de l'instruction des dossiers de demande d'immatriculation en tant que CIP ou d'agrément en tant que prestataire de services d'investissement (PSI) ont présenté 8 dossiers CIP et 1 dossier PSI au Collège. Pour rappel, cette présentation au Collège de l'AMF n'est que la première étape du processus d'immatriculation ou d'agrément (la deuxième étape étant l'instruction par l'ORIAS pour les CIP et par l'ACPR pour les PSI). Les services sont par ailleurs en contact avec une quinzaine de futurs acteurs du *crowdfunding* qui ont déposé un projet de dossier.

Le renforcement du suivi des prestataires de services d'investissement, qui s'était traduit par la mise en place de chargés de portefeuille pour ces derniers fin 2013, s'est poursuivi en 2014 avec, notamment, l'augmentation du nombre de réunions et visites réalisées auprès de ces acteurs.

## 3. Les responsables de la conformité

### a. Les actions pédagogiques de l'AMF

L'AMF organise chaque année des actions pédagogiques à l'attention des responsables de la conformité. La journée de formation des responsables de la conformité et du contrôle interne (RCCI) et des responsables de la conformité pour les services d'investissement (RCSI), qui s'est déroulée en 2014 au Palais des Congrès, a rassemblé plus de 700 professionnels de la conformité. Comme chaque année, la matinée de cette journée était notamment consacrée à une présentation de l'actualité réglementaire et de la jurisprudence de la Commission des sanctions et l'après-midi à des ateliers thématiques au choix des participants portant sur :

- les évolutions du métier de responsable de la conformité à l'heure du développement d'internet ;
- le dispositif de sanction et de transaction de l'AMF ;
- le cadre de la mise en œuvre de la réglementation EMIR, sur les obligations de *reporting* et la compensation centrale.

Par ailleurs, l'AMF a organisé en 2014 deux sessions de formation de préparation à l'examen pour l'attribution des cartes professionnelles de RCSI et deux sessions pour celles de RCCI<sup>20</sup>. Ces formations ont pour objectifs de présenter le cadre juridique applicable aux prestataires de services d'investissement et de sensibiliser les professionnels sur les attentes de l'AMF et sur les évolutions législatives ou réglementaires à venir. Les modules sont principalement animés par des personnels de l'AMF. Des professionnels interviennent cependant pour présenter une méthodologie de contrôle interne. On a pu observer une hausse sensible du nombre de personnes ayant assisté aux formations de préparation à l'examen par rapport à l'exercice 2013.

---

20. Les personnes qui assistent à la formation travaillent la plupart du temps au sein de département de conformité et / ou de contrôle interne de prestataires de services d'investissement. Toutes n'ont cependant pas vocation à passer l'examen.

**TABLEAU 6 : Évolution du nombre de cartes professionnelles de RCCI et de RCSI attribuées**

	RCCI		RCSI	
	2013	2014	2013	2014
Nombre de personnes ayant suivi la formation	30	87	92	89
Nombre de candidats à l'examen*	42	50	56	44
Nombre de cartes professionnelles délivrées	38	49	51	36
Nombre de refus	4	4	5	8
Taux d'attribution de la carte professionnelle	90 %	98 %	91 %	82 %

\* Toutes les personnes qui passent l'examen n'ont pas nécessairement suivi la formation.

### b. L'attribution des cartes professionnelles

Pour les RCCI, on constate en 2014 une hausse de l'ordre de 19 % par rapport à 2013 du nombre de candidats à l'examen. Cette hausse est due à l'internalisation par les sociétés de gestion des missions de conformité et de contrôle interne qui étaient jusqu'alors confiées à des prestataires externes et à une augmentation du nombre de nouvelles sociétés de gestion (+25 % par rapport à 2013).

En revanche, en ce qui concerne les RCSI, après une hausse du nombre de candidats à l'examen en 2013 par rapport à l'exercice 2012, on observe une baisse de l'ordre de 20 % pour la délivrance de la carte professionnelle de RCSI.

Les refus ont été motivés principalement par :

- le manque d'expérience des candidats dans la fonction ;
- le défaut de clarté de la présentation ayant empêché le jury de se faire une opinion ;
- des défauts dans l'organisation de la fonction de conformité (insuffisance des moyens affectés, dispositif de conformité et de contrôle interne non encore finalisé, risques de dilution de l'autorité conférée à la carte professionnelle en cas de multiplication des cartes délivrées dans un même établissement, partage insuffisamment clair de la fonction de responsable de la conformité entre plusieurs personnes, autres problèmes d'organisation de la fonction de conformité).

L'expérience montre, pour les RCCI comme pour les RCSI, que les refus de délivrance de la carte sont très généralement liés à un défaut d'organisation de la conformité et, s'agissant des sociétés de gestion, de contrôle interne. Les observations du jury, voire les

réserves ou les conditions posées, permettent de mettre en valeur ces défauts et conduisent normalement les prestataires concernés à les corriger. Le jury joue donc un rôle appréciable d'alerte et permet d'apporter des corrections rapides quand cela est nécessaire.

## B. LES CHIFFRES CLÉS 2014 DES PLACEMENTS COLLECTIFS

Le marché français de la gestion d'actifs (hors mandats et titrisation) enregistre une hausse de 3 % pour l'année 2014, soit 44 milliards d'euros. L'encours sous gestion des organismes de placement collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) est toujours en croissance à l'inverse de celui des FIA. Ceci s'explique par la réorganisation de gammes au profit des produits OPCVM en raison de la mise en place de la directive AIFM : certaines sociétés de gestion choisissent de ne gérer, par exemple, que des OPCVM.

Le contexte de taux d'intérêt bas touche fortement la gestion d'actifs en France où l'offre de produits de taux est très importante, plus de 70% de l'encours sous gestion en France est exposé directement aux taux d'intérêt<sup>21</sup>.

21. Voir à ce sujet la lettre économique et financière n° 2014-4 du 4<sup>e</sup> trimestre 2014 disponible sur le site internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) rubrique Publications > Lettres et cahiers.

La fiscalité apparaît très clairement comme un élément majeur dans la décision d'investissement des épargnants. Les dispositifs PEA-PME et épargne salariale confirment une bonne collecte dans cet environnement de taux bas et de marchés d'actions peu performants.

Les fonds PEA-PME créés après la mise en place du dispositif ont collecté 277 millions d'euros. Il faut ajouter à ce premier périmètre les fonds existants qui ont été affectés à ce dispositif soit un encours sous gestion de 1,1 milliard d'euros sous gestion.

## 1. Les OPCVM

L'encours des OPCVM continue sa progression en 2014, plus 6%. Le nombre de fonds représente 30% de l'offre produits de droit français pour plus de 50% de l'encours sous gestion. Les offres de fonds diversifiés et obligataires ont enregistré des progressions supérieures à 10%, en grande partie grâce à de la collecte. Les fonds actions performant légèrement plus que le CAC 40 sur 2014. De plus, on peut constater ici l'effet de la mise en place du nouveau dispositif fiscal PEA-PME qui a permis à certains fonds actions de recevoir une collecte nouvelle.

Les fonds monétaires résistent bien malgré des performances qui sont très faibles en raison de la baisse des taux, On constate une performance moyenne de 0,5% sur 2014. La raison tient essentiellement dans les contraintes réglementaires qui s'imposent aux institutionnels intervenant sur ces fonds et l'intérêt en termes de diversification de ces produits.

Le contexte de taux bas a un impact très fort sous l'univers des fonds à formules qui se réduit encore en 2014. Des taux d'intérêt très faibles compliquent grandement la construction même de ce type de produits.

Concernant l'internationalisation de l'offre produits en France et en Europe, on constate une forte augmentation des passeports entrants et sortants. Ceci signifie une volonté de vendre à l'étranger pour les sociétés de gestion françaises mais également une volonté des sociétés de gestion étrangères de pénétrer le marché français. Il faut souligner ici le fait que le nombre de produits passeportés indique une volonté commerciale mais très peu de données sont disponibles sur la réalité géographique des porteurs d'OPCVM et la réalité en cours collectés.

**TABLEAU 7 : Bilan des OPC en 2014**

Type d'OPC	Nombre existants au 31/12/2014	Variation 2013-2014	Actifs (millions d'€)	Variation 2013-2014
OPCVM	3 500	13%	710 122	6%
FIA	8 042	- 7%	817 710	0%
<b>TOTAL</b>	<b>11 542</b>	<b>- 2%</b>	<b>1 527 832</b>	<b>3%</b>
Variations (OPCVM et FIA)		2% sur 3 ans 1% sur 5 ans 9% sur 10 ans		14% sur 3 ans - 1% sur 5 ans 29% sur 10 ans

Type d'OPC	Créations	Variation 2013-2014	Dissolutions	Variation 2013-2014
OPCVM	347	24%	360	12%
FIA	698	2%	479	- 21%
<b>TOTAL</b>	<b>1 045</b>	<b>8%</b>	<b>839</b>	<b>- 9%</b>

Source : AMF

**TABLEAU 8 : Bilan des OPCVM au 31/12/2014**

Classification	Nombre	Actifs (millions d'€)	% de l'encours global	Variation actifs 2013-2014	Proportion de SICAV (% de l'actif)
Actions de pays de la zone euro	269	57 878	8 %	19 %	16 %
Actions des pays de l'Union européenne	251	30 512	4 %	- 1 %	13 %
Actions françaises	121	17 960	3 %	14 %	18 %
Actions internationales	640	96 603	14 %	10 %	26 %
Diversifié	1 220	141 866	20 %	24 %	12 %
Fonds à formule	187	13 060	2 %	- 20 %	0 %
Monétaires	80	169 534	24 %	2 %	32 %
Monétaires court terme	92	75 800	11 %	- 23 %	26 %
Obligations et/ou titres de créances internationaux	206	36 134	5 %	17 %	11 %
Obligations et/ou titres de créances libellés en euros	434	70 776	10 %	22 %	14 %
<b>TOTAL</b>	<b>3 500</b>	<b>710 122</b>	<b>-</b>	<b>6 %</b>	<b>-</b>

Classification	Créations	Dissolutions
Actions de pays de la zone euro	31	11
Actions des pays de l'Union européenne	31	17
Actions françaises	3	3
Actions internationales	66	43
Diversifié	149	142
Fonds à formule	12	52
Monétaires	2	22
Monétaires court terme	3	10
Obligations et/ou titres de créances internationaux	20	20
Obligations et/ou titres de créances libellés en euros	30	40
OPCVM de fonds alternatifs	0	0
<b>TOTAL</b>	<b>347</b>	<b>360</b>

*Source : AMF*

1

2

3

4

5

6

**TABLEAU 9 : Bilan des FIA ouverts à des investisseurs non professionnels au 31/12/2014 (hors gestion spécialisée)**

Type d'OPC	Nombre	Actifs (millions d'€)	% de l'encours global	Proportion de SICAV	Proportion de nourricier (% de l'actif)
<b>FIA non professionnels</b>					
Actions de pays de la zone euro	158	24 835	7 %	6 %	8 %
Actions des pays de l'Union Européenne	87	7 180	2 %	5 %	1 %
Actions françaises	35	6 796	2 %	15 %	2 %
Actions internationales	343	39 256	11 %	7 %	7 %
Diversifié	1 455	120 586	33 %	9 %	17 %
Fonds à formule	286	22 889	6 %	1 %	12 %
Monétaires	41	14 070	4 %	6 %	9 %
Monétaires court terme	60	15 080	4 %	17 %	60 %
Obligations et/ou titres de créances internationaux	119	26 298	7 %	9 %	1 %
Obligations et/ou titres de créances libellés en euros	372	83 701	23 %	9 %	5 %
FIA de fonds alternatifs	84	4 264	1 %	7 %	7 %
	<b>3040</b>	<b>364 955</b>	<b>–</b>	<b>–</b>	<b>–</b>

Source : AMF

**TABLEAU 10 : Bilan des FIA ouverts à des investisseurs professionnels au 31/12/2014 (hors gestion spécialisée)**

Type d'OPC	Nombre	Actifs (millions d'€)
<b>FIA professionnels</b>		
Actions de pays de la zone euro	8	746
Actions des pays de l'Union européenne	3	69
Actions françaises	4	694
Actions internationales	20	2 305
Diversifié	355	25 249
Fonds à formule	7	199
Monétaires	15	18 734
Monétaires court terme	1	296
Obligations et/ou titres de créances internationaux	36	8 633
Obligations et/ou titres de créances libellés en euros	70	11 010
FIA de fonds alternatifs	86	8 216
<b>TOTAL</b>	<b>605</b>	<b>76 151</b>

Source : AMF



## 2. Les FIA

Avec l'entrée en vigueur de la directive AIFM, l'offre de fonds est devenue plus lisible. En effet, à l'inverse des OPCVM qui sont tournés vers l'international, les FIA visent exclusivement une clientèle nationale professionnelle et non professionnelle. La majeure partie de l'encours concerne une clientèle non professionnelle (hors gestion spécialisée). Les FIA en actions françaises ont également profité de la mise en place du nouveau dispositif fiscal PEA-PME. Les FIA ont des encours inférieurs aux OPCVM mais sont plus

nombreux. On peut y voir le résultat de la diversité des sociétés de gestion en France qui s'adressent uniquement à une clientèle française.

L'épargne salariale a franchi le cap des 100 milliards d'euros sous gestion en 2014. Le taux de croissance a diminué par rapport à 2013 (5 % en 2014 contre 12 % en 2013), mais reste supérieur à la croissance générale observée sur la gestion d'actifs en 2014. La collecte est influencée par le traitement fiscal favorable de l'épargne salariale.

**TABLEAU 11 : Bilan des créations et mutations sur les FIA en 2014 (hors gestion spécialisée)**

Type de produit	Créations	Dissolutions
<b>FIA non professionnels</b>		
Actions de pays de la zone euro	8	15
Actions des pays de l'Union européenne	4	8
Actions françaises	2	8
Actions internationales	22	25
Diversifié	125	130
Fonds à formule	59	64
Monétaires	1	6
Monétaires court terme	0	13
Obligations et/ou titres de créances internationaux	9	11
Obligations et/ou titres de créances libellés en euros	15	41
FIA de fonds alternatifs	2	9
<b>FIA professionnels</b>		
Actions de pays de la zone euro	1	1
Actions des pays de l'Union européenne	0	1
Actions françaises	0	0
Actions internationales	1	1
Diversifié	49	26
Fonds à formule	0	1
Monétaires	10	8
Monétaires court terme	1	1
Obligations et/ou titres de créances internationaux	7	1
Obligations et/ou titres de créances libellés en euros	9	2
FIA de fonds alternatifs	9	5
<b>TOTAL</b>	<b>334</b>	<b>377</b>

Source : AMF

1  
2  
3  
4  
5  
6

**TABLEAU 12 : Bilan des FCPE au 31/12/2014**

Type de produit	Nombre	Actifs (millions d'€)	Variation actifs 2013-2014 (% de l'actif)
<b>Épargne salariale</b>			
Actions de pays de la zone euro	136	4 510	7 %
Actions des pays de l'Union européenne	24	235	- 15 %
Actions françaises	15	566	0 %
Actions internationales	166	6 056	16 %
Diversifié	559	20 855	12 %
Fonds à formule	81	1 070	- 8 %
Monétaires	150	20 966	3 %
Monétaires court terme	25	1 994	- 6 %
Obligations et/ou titres de créances internationaux	13	784	30 %
Obligations et/ou titres de créances libellés en euros	154	9 435	15 %
Titres cotés de l'entreprise	344	30 501	0 %
Titres cotés de l'entreprise < 1/3	19	458	29 %
Titres non cotés de l'entreprise < 1/3	12	113	- 43 %
Titres cotés et titres non cotés de l'entreprise	9	795	2 %
Titres non cotés de l'entreprise	212	6 424	4 %
<b>TOTAL</b>	<b>1 919</b>	<b>104 764</b>	<b>5 %</b>

- : données non significatives ou non pertinentes à la suite d'un changement de classification.

Type de produit	Créations	Dissolutions
<b>Épargne salariale</b>		
Actions de pays de la zone euro	2	8
Actions des pays de l'Union européenne	11	5
Actions françaises	0	0
Actions internationales	2	10
Diversifié	7	73
Fonds à formule	25	20
Monétaires	40	52
Monétaires court terme	2	10
Obligations et/ou titres de créances internationaux	2	1
Obligations et/ou titres de créances libellés en euros	4	9
Titres cotés de l'entreprise	22	22
Titres cotés de l'entreprise < 1/3	0	1
Titres non cotés de l'entreprise < 1/3	0	1
Titres cotés et titres non cotés de l'entreprise	1	1
Titres non cotés de l'entreprise	24	9
<b>TOTAL</b>	<b>142</b>	<b>222</b>

Source : AMF

**TABLEAU 13 : Bilan des FIA au 31/12/2014 (gestion spécialisée)**

Type de produit de gestion collective	Nombre	Actifs (millions d'€)	Variation actifs 2013-2014	Proportion de déclaratif (% de l'actif)
FCPR	1 032	36 013	8 %	93 %
FCPI	343	4 195	1 %	–
OPCI	208	27 093	36 %	–
SCPI	195	22 873	- 24 %	–
FIP	357	2 813	27 %	–
SICAVAS	1	768	- 18 %	–
SOFICA	84	61	–	–
SOFIPÊCHE	11	20	–	–
OT	247	178 005	2 %	–
<b>TOTAL</b>	<b>2 478</b>	<b>271 841</b>	<b>2 %</b>	<b>–</b>

Source : AMF

Type de produit de gestion collective	Nombre de créations	Nombre de mutations	Nombre de dissolutions
FCPR	96	93	38
FCPI	32	74	39
OPCI	36	53	11
SCPI	9	–	6
FIP	37	53	8
SICAVAS	0	–	0
SOFICA*	12	–	–
SOFIPÊCHE*	–	–	–
OT *	37	–	–
<b>TOTAL</b>	<b>222</b>	<b>273</b>	<b>102</b>

Source : AMF

\* Il s'agit de visas et non de créations de fonds.

1

2

3

4

5

6



# Chapitre 3

## Les infrastructures de marché

1. Des avancées pour des marchés plus transparents et plus efficients .....	59
2. L'activité et la régulation des infrastructures de marché .....	66

L'année 2014 a été marquée par une forte mobilisation de l'AMF pour participer aux travaux résultant de la révision de la directive sur les marchés d'instruments financiers dont l'entrée en application interviendra le 3 janvier 2017. En particulier, l'AMF a été associée aux nombreux groupes de travail de l'ESMA chargés de préparer les avis techniques à la Commission européenne et rédiger les projets de standards techniques qui détermineront les conditions d'application de la directive.

Par ailleurs, dans le cadre de la mise en œuvre progressive du règlement EMIR, l'AMF a également accompagné les acteurs soumis à l'obligation de déclarer, depuis février 2014, les transactions effectuées sur tout instrument financier dérivé, négocié sur un marché réglementé ou de gré à gré, auprès d'un référentiel central de données agréé par l'ESMA.

Sur le plan national, mais en lien avec les autres régulateurs d'Euronext, l'AMF a été amenée à analyser les conditions dans lesquelles Intercontinental Exchange Inc. (ICE) cédaient les marchés continentaux d'Euronext dans le cadre d'une introduction en bourse. Enfin, l'AMF s'est investie dans le projet de raccourcissement du délai de dénouement des transactions sur titres à T+2 et le démarrage des tests de la future plateforme informatique de règlement-livraison de titres financiers *Target 2 Securities* (T2S).

# 1. Des avancées pour des marchés plus transparents et plus efficaces

---

## A. L'ADOPTION DE LA DIRECTIVE MIF II

La révision de la directive sur les Marchés d'instruments financiers (dite « directive MIF ») apporte des avancées significatives pour la structure des marchés. Elle s'est concrétisée par l'adoption d'une nouvelle directive et d'un règlement, publiés au Journal officiel de l'Union européenne le 12 juin 2014 (directive 2014/65/UE et règlement (EU) 600/2014 collectivement désignés « MIF II »). L'Autorité européenne des marchés financiers (l'ESMA) apporte actuellement sa contribution sur un grand nombre de mesures d'application. Après une première consultation lancée en mai 2014, l'ESMA a, d'une part, transmis un avis technique à la Commission européenne le 19 décembre 2014 pour l'adoption des actes délégués prévus dans MIF II et, d'autre part, soumis à consultation les projets de standards techniques requis par MIF II.

MIF II introduit un nouveau cadre dans le but d'assurer que la négociation puisse s'effectuer sur des plateformes régulées chaque fois que cela est approprié. À cette fin, MIF II soumet les transactions sur actions à une obligation de négociation sur de telles plateformes sauf dans des cas bien spécifiques et circonscrits. MIF II exige, en outre, que les systèmes d'appariement (*Broking Crossing Network*) exploités par les entreprises d'investissement au travers desquels sont exécutés les ordres des clients portant sur des actions, certificats représentatifs, fonds cotés, certificats préférentiels et autres instruments financiers similaires sur une base multilatérale soient autorisés comme MTF (*Multilateral Trading Facility*). MIF II introduit également une nouvelle catégorie de plateformes de négociation, les « systèmes organisés de négociation » (OTF) pour permettre la négociation multilatérale d'instruments autres que les actions sur des plateformes organisées. Les systèmes

1  
2  
3  
4  
5  
6

organisés de négociation accueilleront la négociation des instruments financiers dérivés suffisamment liquides qui doivent être compensés au titre du règlement EMIR et qui sont désormais soumis à une obligation de négociation sur les plateformes régulées en application de MIF II, conformément aux engagements du G20.

En matière de transparence sur les transactions, MIF II étend les obligations de transparence pré- et post-négociation qui étaient limitées aux seules actions à l'ensemble des instruments financiers.

S'agissant de la transparence sur la négociation d'actions, MIF II encadre plus strictement les exemptions à la transparence pré-négociation pour les systèmes fonctionnant sur la base de prix importés et pour les transactions sur instruments liquides. Ces deux dérogations seront désormais soumises à un système de double plafonnement. En effet, les plateformes fonctionnant sur la base de ces dérogations ne pourront pas traiter individuellement plus de 4% du volume total exécuté sur plateformes européennes, et ce, valeur par valeur. De même, l'ensemble des plateformes européennes ne pourront traiter hors transparence plus de 8% du volume total.

Le régime de transparence applicable aux instruments « non actions » (dérivés, obligations, etc.), s'articule autour de la notion de liquidité, seuls les instruments non liquides pouvant bénéficier d'exceptions aux règles de transparence. Dans le cadre des mesures de niveau 2, l'ESMA doit déterminer pour une très large population d'instruments s'ils répondent ou non aux critères de liquidité, exercice extrêmement complexe pour lequel l'expertise des participants de marché est sollicitée.

De plus, MIF II prend en compte les évolutions techniques des marchés en apportant un cadre réglementaire spécifique au *trading* algorithmique et au *trading* haute fréquence (HFT), après les avoir définis. Cette nouvelle réglementation impose des obligations d'enregistrement pour les acteurs du HFT ainsi que des exigences en termes de résilience et de contrôle des systèmes. Des dispositions nouvelles sont prévues pour les plateformes en matière de structures tarifaires, de co-localisation, de tests des algorithmes et d'identification des ordres générés par ces algorithmes. Cet encadrement du HFT est complété par un régime harmonisé d'encadrement des pas de cotation prenant en considération le prix et la liquidité de l'instrument financier, sujet sur lequel les services de l'AMF se sont fortement investis en soumettant à l'ESMA un modèle novateur de détermination des pas de cotation.

MIF II introduit, par ailleurs, des règles spécifiques pour encadrer les marchés d'instruments financiers dérivés de matières premières. La principale nouveauté tient en la mise en place d'obligations de *reporting* et de limites de positions pour les personnes qui négocient de tels instruments financiers. Ce dispositif, qui met en œuvre des engagements du G20, repose par ailleurs sur une définition élargie des instruments dérivés sur matières premières, notamment à certains contrats dérivés de matières premières échangés sur des marchés réglementés, systèmes multilatéraux de négociation et OTF qui peuvent être livrés physiquement.

Enfin, la directive renforce la protection des investisseurs (cf. chapitre 2, page 40). Concernant les prestataires de services d'investissement, les principaux changements visent à renforcer les règles de gouvernance, à conditionner les exemptions applicables aux intervenants de type conseillers en investissements financiers, à la mise en place d'un régime national leur appliquant des dispositions analogues à celles de MIF II et à encadrer de façon plus précise l'activité de tenue de marché.

En 2015, l'AMF poursuivra sa participation aux groupes de travail de l'ESMA qui préparent la rédaction des standards techniques qui seront soumis à la Commission pour validation en juin 2015.

## **B. L'ADOPTION DES MESURES D'APPLICATION DE LA LOI DE SÉPARATION ET DE RÉGULATION DES ACTIVITÉS BANCAIRES**

Conformément à la loi de séparation et de régulation des activités bancaires<sup>1</sup> (« Loi de séparation ») dont certaines dispositions anticipent l'entrée en application de MIF II, l'AMF a travaillé aux mesures d'application concernant :

- les dispositifs de traitement automatisé et les accès directs au marché ;
- la résilience des marchés ;
- la régulation des marchés d'instruments financiers dont le sous-jacent est une matière première agricole.

---

1. Loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires.



L'AMF a également participé avec l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) à la rédaction de l'arrêté relatif aux indicateurs de tenue de marché, pris en application de la loi de séparation.

### 1. Les dispositifs de traitement automatisé et les accès directs au marché

La loi de séparation prescrit plusieurs séries de dispositions visant à renforcer l'encadrement du *trading* à haute fréquence. Pour leur mise en œuvre, l'AMF a introduit dans son règlement général deux nouveaux articles qui précisent les mesures applicables aux personnes qui recourent à des dispositifs de traitement automatisé (DTA, *trading* algorithmique). Ainsi, l'article 315-67 du règlement général dont l'entrée en application est intervenue le 1<sup>er</sup> janvier 2015, prévoit :

- la notification à l'AMF de l'utilisation d'un DTA ;
- la mise en place de procédures et de mécanismes internes assurant la traçabilité et la conservation des ordres et des transactions.

S'agissant des accès directs au marché, l'article 315-68 du règlement général prévoit les conditions dans lesquelles un prestataire de services d'investissement peut déployer de tels systèmes chez ses clients. Plus précisément, sont désormais prévues :

- la signature d'un accord écrit entre le prestataire et son client énonçant les droits et obligations essentiels découlant de la fourniture de ce service ;
- l'obligation pour le prestataire de garantir la conformité des négociations effectuées par son intermédiaire ;
- la mise en place de dispositifs permettant au prestataire de vérifier le respect des engagements prescrits par l'accord écrit.

### 2. La résilience des marchés

Après une consultation publique qui s'est achevée au 3<sup>e</sup> trimestre 2014, l'AMF a adopté des mesures applicables aux gestionnaires de marchés réglementés et de systèmes multilatéraux de négociation, et devant permettre que leur infrastructure puisse faire face à des situations d'extrême volatilité ou de graves tensions sur les marchés. Ainsi, ces nouvelles dispositions exigent un renforcement des infrastructures techniques et des procédures.

Les modifications du règlement général ont été homologuées par le ministre chargé de l'Économie et ont été publiées au Journal officiel le 23 janvier 2015. Elles entreront en application le 1<sup>er</sup> juillet 2015.

### 3. La régulation des marchés d'instruments financiers dont le sous-jacent est une matière première agricole

Au cours de l'année 2014, l'AMF a rencontré les participants et les infrastructures de marché pour préparer l'insertion dans son règlement général d'un ensemble de mesures visant à renforcer la régulation des marchés d'instruments financiers dont le sous-jacent est une matière première agricole.

Fin 2014, l'AMF a soumis à consultation publique les projets d'articles qui pourraient être adoptés dans son règlement général en ce domaine. Ceux-ci portent sur les comptes rendus des positions que les acteurs du marché devront transmettre quotidiennement à l'AMF, sur la publication hebdomadaire par l'AMF des positions agrégées résultant de ce *reporting*, et sur les limites de position applicables aux acteurs du marché sur les instruments concernés.

Le dispositif devrait entrer en application au cours du 2<sup>e</sup> trimestre 2015.

## LE CONSEIL SCIENTIFIQUE DE L'AMF

Afin d'élargir son dispositif d'étude et de veille stratégique, l'Autorité des marchés financiers s'est dotée d'un Conseil scientifique composé de personnalités reconnues du monde académique et financier.

En 2014, l'AMF a procédé à une relance de ce conseil avec un triple objectif :

- renforcer la capacité de réflexion et d'études de l'AMF,
- contribuer à la politique de régulation et
- favoriser le rayonnement de la recherche sur la Place de Paris.

Cette relance s'est traduite par :

- le renouvellement des membres qui le composent\*,
- la création d'une revue dédiée dont l'objectif est de diffuser la recherche académique et la réflexion autour des questions d'actualité de l'AMF, en encourageant les débats de nature à renforcer la qualité de la réglementation. Le premier numéro de cette revue est paru en septembre 2014\*\*.

### Un colloque sur la résilience des infrastructures de marché

Afin de participer à la diffusion des travaux du Conseil scientifique, l'AMF organise chaque année un colloque qui réunit acteurs de la place financière et universitaires autour d'un sujet particulier.

En 2014, le thème de ce colloque était la résilience des infrastructures de marché\*\*\*. En effet, la résilience des plateformes de négociation, des architectures informatiques, la robustesse des chambres de compensation et des dépositaires centraux de titres sont des éléments de compétitivité et de stabilité cruciaux pour une place financière.

Cette résilience constitue un élément clé pour la confiance des investisseurs car elle est la garantie du bon déroulement de milliards d'opérations financières quotidiennes.

Le colloque a été l'occasion de revenir sur les mutations majeures que connaissent ces infrastructures depuis les années 1980 sous l'impulsion de changements réglementaires et des innovations technologiques, d'analyser leurs impacts en termes d'efficacité mais aussi de gestion des risques, et de débattre de propositions visant au nécessaire renforcement de leur résilience.

\* La composition du Conseil scientifique de l'AMF est disponible sur le site internet de l'AMF, rubrique L'AMF > Le Conseil scientifique

\*\* La Revue du Conseil scientifique est disponible sur le site internet de l'AMF, rubrique Publications > Lettres et cahiers.

\*\*\* Le programme et les interventions sont également disponibles sur le site internet, rubrique L'AMF > Le Conseil scientifique.



#### 4. L'arrêté sur les indicateurs de tenue de marché

Dans le prolongement des travaux relatifs aux indicateurs que les établissements financiers visés par la loi de séparation doivent transmettre à l'ACPR et à l'AMF sur leur activité de tenue de marché, le ministre chargé de l'Économie a sollicité l'avis de l'Autorité des marchés financiers sur son projet d'arrêté.

L'AMF a donné un avis favorable sur le projet d'arrêté pris en application de l'article L. 511-47 du code monétaire et financier prévoyant la communication sur une base régulière à l'ACPR et à l'AMF d'indicateurs relatifs à l'activité de tenue de marché. L'arrêté du 9 septembre 2014 portant application du titre I<sup>er</sup> de la loi de séparation a été publié au Journal officiel le 3 octobre 2014.

#### C. L'ANTICIPATION DES INFRASTRUCTURES FRANÇAISES SUR LA RÉDUCTION DU DÉLAI DE RÈGLEMENT ET DE LIVRAISON

Le règlement européen n° 909/2014 du 23 juillet 2014 concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres (CSDR) a imposé une harmonisation du délai de règlement-livraison des transactions sur titres négociées sur les marchés organisés européens, au plus tard le 2<sup>e</sup> jour ouvrable après la négociation (T+2). Sauf exception, cette exigence s'applique à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2015. La place de Paris a souhaité anticiper cette évolution. C'est donc le 6 octobre 2014 que le délai de dénouement des transactions a été raccourci de T+3 à T+2 en France. Cette évolution a requis la modification du règlement général ainsi que des règles de fonctionnement d'Euronext, de LCH.Clearnet SA et d'ESSES France, le système de règlement-livraison géré par Euroclear France. L'AMF a participé aux travaux de suivi du projet en lien étroit avec les acteurs de marché. L'AMF a également examiné les modifications du code de commerce découlant du passage à T+2 sur la date d'enregistrement des droits des actionnaires et le délai de déclaration des prêts-emprunts de titres avant une assemblée générale.

#### D. L'EUROPE À L'AUBE D'UNE COMPENSATION CENTRALE OBLIGATOIRE POUR LES DÉRIVÉS OTC

Les premières obligations du règlement EMIR sont entrées en vigueur selon un échéancier échelonné depuis mars 2013. En complément des obligations destinées à réduire les risques opérationnels et les risques de contrepartie pour les contrats dérivés non compensés, entrées en application en 2013, les contreparties doivent, depuis février 2014, déclarer les transactions effectuées sur tout instrument financier dérivé, qu'il soit négocié sur un marché réglementé ou de gré à gré, auprès d'un référentiel central de données (en anglais *Trade Repository*) agréé par l'ESMA. L'obligation de déclaration concerne tous les utilisateurs de produits dérivés, qu'ils soient contreparties financières ou non financières. Chacune des deux contreparties à la transaction doit effectuer une déclaration au plus tard le jour ouvrable qui suit la conclusion, la modification ou la cessation du contrat dérivé. En outre, les contreparties financières et les contreparties non financières qui se situent au-delà du seuil de compensation doivent, depuis août 2014, déclarer la valeur du contrat et le montant des garanties déposées.

La transparence qui résulte de cette obligation de déclaration offre aux régulateurs une meilleure visibilité sur l'utilisation des produits dérivés et les risques systémiques qu'ils peuvent engendrer. En tant qu'autorité compétente chargée de veiller au respect de l'obligation de déclaration par toutes les contreparties de contrats dérivés établies en France, l'AMF accède à toutes les données déclarées par ces contreparties ainsi qu'aux données déclarées par des acteurs qui ne sont pas établis en France. L'AMF a activement contribué aux travaux menés au sein de l'ESMA pour améliorer la qualité des déclarations, qui conduiront en 2015 à une révision des standards techniques, essentiellement destinée à clarifier le contenu et le format des déclarations.

Tout au long de l'année 2014, l'AMF a continué à accompagner les différentes catégories d'acteurs concernés dans la mise en œuvre du règlement EMIR : banques, sociétés de gestion, entreprises non financières, etc. Elle a multiplié les actions de communication à vocation pédagogique auprès des professionnels et des médias, participé à de nombreux événements de place et intensifié ses échanges avec les associations professionnelles afin d'identifier les principales difficultés rencontrées par les intervenants de marché.

1  
2  
3  
4  
5  
6



Parallèlement, l'AMF a adressé aux différentes catégories de contreparties (prestataires de services d'investissement et contreparties non financières) des questionnaires ciblés lui permettant d'évaluer le niveau d'avancement et la qualité de mise en œuvre d'EMIR au sein de ces entités. Elle a également mis en place un suivi rapproché des intervenants les plus actifs sur les produits dérivés.

Obligation phare d'EMIR, la compensation centrale devrait progressivement entrer en vigueur à compter du second semestre 2015. En amont de la définition des contrats auxquels s'appliquera cette obligation, le règlement EMIR impose de s'assurer de la robustesse des chambres de compensation qui concentreront, du fait de l'exigence de compensation centrale, une partie accrue des risques. Au cours de l'année 2014, quinze contreparties centrales européennes ont fait l'objet d'un examen approfondi de la part de leur auto-

rité nationale et d'un collège composé de plusieurs régulateurs européens (Voir Focus page 65), à la suite duquel elles ont été autorisées à offrir leurs services en Europe. L'AMF a été fortement impliquée dans les travaux qui, une fois ces autorisations délivrées, ont conduit l'ESMA à définir, à travers des consultations publiques et des projets de standards techniques, les catégories de contrats dérivés qu'elle propose de soumettre dans un premier temps à l'obligation de compensation, à savoir les *swaps* de taux et certains CDS sur indices, considérés comme prioritaires en matière de compensation centrale.

Compte tenu des enjeux concurrentiels qu'elle suscite, la mise en œuvre d'EMIR nécessite une interprétation et une pratique de supervision harmonisées en Europe. L'AMF veille donc à ce que les questions liées à l'interprétation du règlement ou à sa mise en œuvre opérationnelle soient traitées au niveau européen. Elle parti-

#### Dérivés de taux soumis à l'obligation de compensation à compter du second semestre 2015

Classe de dérivés	Maturité	Devise
Swaps de base	28 jours – 50 ans ou 28 jours – 30 ans (JPY)	EUR, GBP, JPY, USD
Swaps de taux fixe contre taux variable	28 jours – 50 ans ou 28 jours – 30 ans (JPY)	EUR, GBP, JPY, USD
FRA (Forward rate agreement)	7 jours – 3 ans	EUR, GBP, USD
Swap de taux au jour le jour (OIS – <i>Overnight index swap</i> )	7 jours – 3 ans	EUR, GBP, USD

\* L'entrée en application de l'obligation de compensation s'effectuera progressivement jusqu'en 2018 pour les différents types de contrepartie.

cipe activement au sein de l'ESMA à de nombreux travaux visant à faciliter la mise en œuvre du règlement par les acteurs concernés et à clarifier l'articulation des obligations prévues par EMIR avec le cadre réglementaire qui s'applique déjà à certains acteurs, notamment aux fonds et aux sociétés de gestion.

Au plan international, l'AMF continue à être mobilisée au sein des différentes instances<sup>2</sup> qui travaillent sur la question de la territorialité du règlement EMIR et sur l'obligation d'échange de collatéral applicable aux contrats non compensés, qui a donné lieu à une consultation publique au cours de l'été 2014.

---

2. En particulier l'Autorité européenne des banques (EBA), l'Autorité européenne des assurances et des pensions (EIOPA), l'ESMA et l'OICV.

## FOCUS

### La participation de l'AMF aux collèges EMIR de chambres de compensation européennes

En application du règlement EMIR, l'AMF participe, depuis le 4<sup>e</sup> trimestre 2013, à dix collèges de régulateurs de chambres de compensation européennes, appelés collèges EMIR, en plus de celui de LCH.Clearnet SA qu'elle supervise conjointement avec l'ACPR et la Banque de France.

Afin d'assurer qu'elles se conforment aux nouvelles exigences posées par le règlement, les chambres de compensation européennes ont dû obtenir un agrément de la part de leurs autorités nationales compétentes, cet agrément ayant été soumis de surcroît à un vote du collège EMIR.

La quasi-totalité des chambres de compensation européennes ayant obtenu leur agrément au 1<sup>er</sup> janvier 2015, les enjeux des collèges EMIR résideront cette année principalement dans l'harmonisation des pratiques de supervision, notamment en ce qui concerne la compensation de nouveaux produits ou les modifications apportées à la gestion des risques par les chambres.

1

2

3

4

5

6

## 2. L'activité et la régulation des infrastructures de marché

---

### A. LES MARCHÉS RÉGLEMENTÉS D'EURONEXT

#### 1. L'introduction en bourse d'Euronext

Dès l'annonce, fin 2012, du projet d'acquisition de NYSE Euronext par le groupe Intercontinental Exchange Inc. (ICE), ce dernier avait fait part de son intention de céder dans un deuxième temps les marchés continentaux d'Euronext par le biais d'une introduction en bourse.

ICE a conclu l'opération d'acquisition de NYSE Euronext le 13 novembre 2013. L'AMF et les autres autorités du Collège des régulateurs d'Euronext<sup>3</sup> avaient alors validé les termes de cette première opération après avoir analysé les conditions de l'introduction en bourse à venir d'Euronext, en vue de s'assurer qu'elles n'étaient pas de nature à remettre en question le bon fonctionnement des marchés d'Euronext notamment au regard du changement de contrôle qu'elle induisait. En France, l'autorisation préalable du changement de contrôle indirect d'Euronext Paris SA a été donnée par le ministre chargé de l'Économie, sur proposition de l'AMF, sous des réserves similaires à celles posées par le Collège des régulateurs d'Euronext.

Les régulateurs ont notamment veillé à ce qu'Euronext conserve des moyens humains, techniques et financiers adéquats. Ils ont en particulier examiné les termes des principaux accords de service conclus entre ICE et Euronext, parmi lesquels ceux concernant le data center primaire de Basildon, conservé par ICE et mis à disposition d'Euronext, les services de colocation fournis par ICE aux membres d'Euronext à partir de Basildon et le système de communication SFTI. Les régulateurs ont également vérifié les conditions de la licence octroyée par ICE à Euronext sur le système de négociation UTP.

D'un point de vue financier, les régulateurs ont souhaité s'assurer que le bilan d'ouverture du nouvel Euronext, post introduction en bourse, présenterait une structure adéquate, notamment en termes de niveau de fonds propres et de trésorerie, et obtenu des engagements d'ICE dans ce sens. Les autorités ont également examiné la stratégie annoncée par Euronext et les prévisions financières en découlant.

Le Collège des régulateurs s'est enfin attaché à vérifier qu'Euronext conserverait une gouvernance équilibrée et un actionariat de référence stable à moyen terme. Cette dernière condition s'est concrétisée par la constitution d'un noyau dur d'établissements financiers français, belges, néerlandais et portugais, qui ont pris une participation globale de 33,36 % dans Euronext et se sont engagés aux termes d'un pacte à conserver cette participation pendant trois ans<sup>4</sup>. Les actionnaires de référence ont pu désigner trois membres, sur un total de neuf, au *supervisory board* de la *holding* du groupe, Euronext NV.

L'introduction en bourse a eu lieu le 20 juin 2014. Outre les 33,36 % cédés au noyau dur, le reste du capital a été placé auprès d'investisseurs institutionnels et privés et d'employés d'Euronext. Ainsi, à la fin de l'année 2014, ICE ne détenait plus d'actions d'Euronext.

Les régulateurs avaient demandé à ICE de prendre un certain nombre d'engagements visant à assurer la gestion saine et prudente des marchés d'Euronext tant qu'il contrôlerait Euronext au sens de la norme IFRS 10. Ayant constaté qu'ICE n'exerçait plus ce contrôle, ils ont levé ces engagements à la suite de l'introduction en bourse.

---

3. L'AMF participe à ce Collège aux côtés des régulateurs belge, britannique, néerlandais et portugais.

---

4. Les membres du noyau dur sont les suivants : ABN AMRO Bank (1,64 %), ASR Insurance (0,83 %), Banco Espírito Santo via Avistar (1,25 %), Banco BPI Pension Fund (1,14 %), BNP Paribas (5,5 %), BNP Paribas Fortis (1,5 %), Caisse des dépôts et consignations (3,0 %), BPI France Participations (3,0 %), Euroclear (8,0 %), SFPI (4,5 %), Société Générale (3,0 %).

L'AMF et les autres autorités du Collège des régulateurs s'attachent désormais à suivre avec attention le développement d'Euronext dans un environnement très compétitif.

## 2. Les principales évolutions sur les marchés au comptant et de dérivés

Les changements de règles harmonisées étudiés par l'AMF, en lien avec les autres autorités du Collège des régulateurs, ont tout d'abord eu trait à la séparation des marchés continentaux d'Euronext et du LIFFE britannique, rattaché au groupe ICE depuis le 15 mars 2014.

Les modifications des règles harmonisées approuvées par l'AMF le 1<sup>er</sup> avril 2014, le 24 juin 2014 et le 30 septembre 2014 ont ainsi visé à supprimer les spécificités du marché de dérivés londonien et à tenir compte de la constitution de la nouvelle *holding* de contrôle Euronext NV et de l'agrément par la *Financial Conduct Authority* (FCA) de l'opérateur du marché au comptant londonien (Euronext Londres).

D'autres modifications des règles harmonisées ont été approuvées par l'AMF.

Les régulateurs se sont intéressés au renforcement du niveau de sécurité du service permettant aux émetteurs dont les titres sont admis à la négociation sur les marchés réglementés du groupe Euronext ou sur Alternext de suivre quotidiennement, à partir d'un accès internet sécurisé, les parts de marché et les volumes de transactions des cinq premiers intermédiaires actifs sur leurs titres. Le 24 juin 2014, l'AMF a ainsi validé l'ajout des règles de confidentialité que doivent respecter les émetteurs ayant souscrit à ce service. Ces nouvelles dispositions permettent désormais à l'entreprise de marché de sanctionner un émetteur en cas de manquement constaté.

Le 15 mai 2014, l'AMF a approuvé la suppression, dans les règles locales d'Euronext, des dispositions limitant les possibilités d'admission aux négociations sur un

marché réglementé des seules parts ou actions d'organismes de placement collectif (OPCVM et certaines catégories de FIA) dont l'objectif de gestion est fondé sur un indice de référence.

Les régulateurs ont examiné la nouvelle structure tarifaire du dispositif de *Supplemental Liquidity Providers* (SLP) (apporteurs de liquidité), destiné à contribuer à une meilleure liquidité sur les *blue chips*<sup>5</sup>. Après avoir supprimé en 2013 le processus d'appel d'offres des SLP, Euronext a introduit en novembre 2014, puis adapté un mois après, une nouvelle grille tarifaire visant à favoriser davantage les stratégies passives qui créent de la liquidité.

L'AMF et les autres autorités du Collège des régulateurs ont également continué de suivre le programme *Retail Matching Facility*, modèle de marché dédié à la clientèle des particuliers, qui avait été autorisé par l'AMF en octobre 2012 et dont le lancement effectif est intervenu fin janvier 2013.

Enfin, les régulateurs ont porté une attention particulière au projet de refonte des seuils de volatilité en vigueur sur les marchés au comptant d'Euronext. Ce projet s'est traduit par une première étape de phase de tests, effective le 3 décembre 2014, visant à introduire de nouvelles limites plus conservatrices pour les rejets d'ordres et les seuils applicables pouvant déclencher une réservation de la cotation des valeurs les plus liquides.

S'agissant des marchés de dérivés, les régulateurs ont examiné le projet d'harmonisation des procédures de suspension des instruments financiers à terme sur les marchés continentaux d'Euronext. Ce projet s'est principalement traduit par l'introduction d'un nouveau principe de suspension des options sur actions françaises en cas de réservation du sous-jacent, permettant de mieux préserver les conditions

5. Sociétés cotées qui bénéficient d'une forte capitalisation et d'une liquidité importante.

de négociation ordonnée sur les marchés dérivés gérés par Euronext Paris. Les modifications des règles locales correspondantes ont été approuvées par l'AMF le 15 mai 2014.

## B. LE MARCHÉ RÉGLEMENTÉ POWERNEXT DERIVATIVES

La société Powernext SA, qui gère notamment le marché Powernext Derivatives offrant à la négociation des contrats à terme sur le gaz, a connu des évolutions importantes en 2014.

Le 5 février 2014, le ministre chargé de l'Économie, sur un avis favorable de l'AMF, a prononcé la reconnaissance de Powernext Derivatives, qui disposait jusqu'alors du statut de système multilatéral de négociation, en qualité de marché réglementé.

Le 10 septembre 2014, Powernext SA a informé l'AMF d'un projet d'évolution de son actionnariat, aux termes duquel la bourse allemande de l'énergie European Energy Exchange AG (EEX) était appelée à se substituer à la société Holding des Gestionnaires de Réseau de Transport d'électricité (HGRT) en qualité d'actionnaire majoritaire de Powernext. Au regard des conditions de l'opération, incluant notamment le transfert des activités gaz d'EEX vers Powernext SA, l'AMF a considéré qu'il n'y avait pas de raisons objectives et démontrables d'estimer que ce changement de contrôle risquait de compromettre la gestion saine et prudente de Powernext Derivatives. L'AMF a donc adressé un avis favorable au ministre chargé de l'Économie, qui a approuvé l'opération le 9 octobre 2014.

En parallèle de ces évolutions, Powernext SA a développé son activité en couvrant de nouvelles zones géographiques de produits (outre l'Allemagne, l'Italie) et adapté ses règles d'adhésion en vue de faciliter la future admission des membres d'EEX. Ces évolutions ont donné lieu à des modifications des règles de fonctionnement de *Powernext Derivatives*, qui ont été approuvées par le Collège de l'AMF le 9 décembre 2014.

L'ensemble de ces projets (changement d'actionnaire contrôlant, reprise des activités gaz d'EEX AG, élargissement du périmètre des produits proposés et accroissement du nombre de participants) ont abouti début 2015, venant renforcer le positionnement européen de ce marché réglementé.

## C. LA CHAMBRE DE COMPENSATION LCH.CLEARNET SA

2014 est une année majeure pour les chambres de compensation européennes qui ont dû se mettre en conformité avec EMIR. À ce titre, la chambre de compensation française LCH.Clearnet SA a déposé un dossier de demande d'agrément.

### 1. La demande d'agrément en application du règlement EMIR

Conformément à la réglementation européenne, la chambre de compensation a déposé auprès de l'ACPR un dossier de demande d'agrément sous EMIR, incluant son lien d'interopérabilité portant sur les titres de dette italienne avec la chambre de compensation *Cassa di Compensazione e Garanzia SpA*.

Au cours du premier semestre 2014, le dossier a été instruit par les services de l'ACPR, de la Banque de France et de l'AMF, en vue de vérifier que la chambre de compensation se conformait aux exigences posées par EMIR et les normes techniques de réglementation associées.

Conformément à la procédure fixée par EMIR, les autorités françaises ont rédigé conjointement un rapport d'évaluation (*risk assessment*) qui a été transmis aux autres autorités membres du collège EMIR de LCH.Clearnet SA<sup>6</sup>. Les autorités françaises ont répondu aux demandes de complément d'information des membres du collège EMIR. Sur la base du dossier déposé par LCH.Clearnet SA et du rapport d'évaluation, le collège EMIR s'est prononcé sur la demande d'agrément en avril 2014.

L'AMF a ensuite fait part de ses observations à l'ACPR, qui a délivré l'agrément sous EMIR le 22 mai 2014.

Dans ce cadre, l'organisation de la gouvernance interne, les règles de ségrégation et de portabilité, la politique d'investissement, le dispositif de suivi de la gestion du risque intra-journalier et les procédures

6. Le collège EMIR de LCH.Clearnet SA est composé de la Banque de France qui en assure la présidence, l'ACPR, l'AFM, la BaFin, la Banca d'Italia, la Banco de España, la Banque nationale de Belgique, la Banque Centrale du Luxembourg, la CMVM, la CNMV, la Consob, De Nederlandsche Bank, la Deutsche Bundesbank, l'ESMA, l'Exchange Supervisory Authority de l'État de Berlin, la FCA, la FSMA, la CSSF, la PRA et de l'AMF.

relatives à la continuité d'activité ont notamment été revus pour être mis en conformité avec EMIR. Les règles de fonctionnement de la chambre de compensation ont également été amendées dans ce sens.

Le collège EMIR de LCH.Clearnet SA s'est par ailleurs réuni fin 2014 en vue d'assurer un échange d'informations avec les régulateurs européens concernés. À cette occasion, une nouvelle méthodologie de calcul des décotes sur le collatéral que la chambre reçoit de ses adhérents compensateurs et certaines améliorations des modèles de marges initiales que la chambre souhaite mettre en œuvre début 2015 ont été notamment présentées. Le collège EMIR a vocation à se prononcer notamment sur les modifications significatives des modèles de risque et sur les extensions d'agrément.

## 2. Les évolutions du service de compensation sur les *credit default swaps* (CDS)

En septembre 2014, les règles de fonctionnement de LCH.Clearnet SA sur le segment des CDS ont été adaptées pour faire suite aux modifications contractuelles apportées par l'*International Swap and Dealing Association* (ISDA). Celles-ci concernent principalement la prise en compte comme événements de crédit permettant de bénéficier des garanties apportées par les CDS des interventions des États dans la restructuration de dettes des banques.

## D. LE DÉPOSITAIRE CENTRAL ET GESTIONNAIRE DE SYSTÈME DE RÈGLEMENT-LIVRAISON EUROCLEAR FRANCE

Euroclear France, le dépositaire central français, et son système de règlement-livraison de titres ESES France, sont au cœur des évolutions actuelles du post-marché. Euroclear France a entamé ainsi un processus d'adaptation de ses systèmes d'information et de ses modes opératoires, dans la perspective de la future plateforme informatique de règlement-livraison de titres financiers *Target 2 Securities* (T2S), du règlement européen sur les dépositaires centraux (CSDR) et de l'harmonisation des procédures opérationnelles relatives à la gestion des opérations sur titres.

Deux étapes primordiales ont été franchies dans ce cadre en 2014 : d'une part, le raccourcissement du délai de dénouement des transactions sur titres à T+2, pour lequel Euroclear a été un acteur majeur, d'autre part, le démarrage réussi des tests bilatéraux avec T2S.

T2S, développé par la Banque centrale européenne (BCE) en vue de faciliter notamment les échanges transfrontaliers de titres, nécessite de profondes adaptations des systèmes du post-marché. T2S mobilise d'importants efforts d'Euroclear afin que son utilisation, prévue pour le 28 mars 2016, s'effectue sans heurts pour les participants et la place de Paris. Ce projet majeur fait l'objet d'un suivi étroit par les services de l'AMF, effectué tant au travers du Comité des régulateurs du groupe Euroclear<sup>7</sup>, qu'au travers des groupes de travail auxquels l'AMF participe, tel que le groupe réuni sous l'égide de la BCE et de l'ESMA dédié à l'évaluation de la conformité réglementaire de T2S.

L'AMF prévoit notamment des travaux relatifs à l'agrément d'Euroclear France au regard du CSDR, à l'adaptation du cadre législatif et réglementaire français au règlement européen et à la poursuite du suivi rapproché de la migration d'Euroclear France vers T2S.

7. Le Comité des autorités d'Euroclear regroupe les régulateurs et banques centrales belges, britanniques, français, finlandais, néerlandais et suédois. Le régulateur et la banque centrale irlandais participent également en qualité d'observateurs.



# Chapitre 4

## Les opérations financières et la qualité de l'information

1. L'actualité de la régulation des opérations et informations financières .....	71
2. L'actualité des opérations financières .....	80
3. Le contrôle des comptes .....	98



**D'une manière générale, en 2014, l'activité sur les marchés primaires est apparue dynamique en France comme en Europe.**

Après avoir connu un début d'année particulièrement dynamique, l'activité sur le marché des introductions en bourse a fortement ralenti au cours du second semestre en France comme en Europe, dans un environnement financier moins favorable. Sur l'ensemble de l'année néanmoins, les montants levés à Paris au cours de ces opérations se sont élevés à près de 4,3 milliards d'euros, soit trois fois plus qu'en 2013. Autre fait marquant, le marché des fusions et acquisitions est apparu très actif sur la majeure partie de l'année, avec la multiplication d'opérations de grande taille.

Sur les marchés obligataires, dans un contexte de maintien des taux d'intérêt directs à des niveaux historiquement faibles, les émissions sont restées soutenues durant la quasi-totalité de l'année, si l'on excepte un bref ralentissement à l'automne. Les montants émis par les sociétés privées françaises ont ainsi progressé de 27 % en 2014 à 44 milliards d'euros).

Contrairement aux États-Unis où les conditions d'emprunts se sont sensiblement dégradées au second semestre, celles-ci sont restées favorablement orientées en Europe, bien que les primes de CDS d'obligations d'entreprises aient connu une hausse en fin d'année sur le segment du *high yield*, reflétant une sensible réévaluation des primes de risques de défaut.

# 1. L'actualité de la régulation des opérations et informations financières

---

## A. AGIR POUR LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

Le plan stratégique 2013-2016 a posé pour principe de « Redonner du sens à la finance » et a retenu parmi ses priorités le financement de l'économie. Tel est l'objectif poursuivi par la modification du dispositif d'introduction en bourse, les actions en faveur des ETI-PME et la création de nouveaux modes de financement tels que les certificats mutualistes et le *crowdfunding*.

### 1. Une mobilisation de la place pour offrir un dispositif compétitif pour les introductions en bourse

Dans le cadre de la mise en œuvre de son plan stratégique 2013-2016, l'AMF a lancé, en mars 2014, un groupe de travail sur les introductions en bourse (IPO), présidé par Monique Cohen et Jean-Pierre Hellebuyck, membres du Collège de l'AMF, afin de réfléchir à une évolution du cadre réglementaire français existant, en particulier au regard de la pratique d'autres pays européens.

1  
2  
3  
4  
5  
6

Après avoir été mises en consultation publique du 25 septembre au 22 octobre 2014, toutes les propositions du groupe de travail ont été retenues. La version finale du rapport ainsi que le projet de position-recommandation de l'AMF ont été publiés le 1<sup>er</sup> décembre 2014. Les modifications du règlement général nécessaires à la mise en œuvre de ce nouveau cadre des introductions en bourse ont été homologuées par le ministre des Finances et des Comptes publics le 14 janvier 2015 et publiées le 21 janvier 2015 au Journal officiel. La position-recommandation de l'AMF sur le sujet (DOC-2015-02) a été publiée le 21 janvier 2015.

Le nouveau régime mis en place par l'AMF en matière d'introductions en bourse forme un cadre réglementaire équilibré. Il a été conçu pour offrir aux acteurs un dispositif compétitif, en phase avec les pratiques internationales, tout en continuant d'associer les particuliers aux introductions en bourse.

L'obligation pour les émetteurs, à l'occasion d'une introduction en bourse, de prévoir une offre au public de titres destinée aux particuliers a été réaffirmée.

Afin d'assurer une plus grande flexibilité dans les règles d'encadrement du prix de l'offre, il est désormais possible de ne mentionner dans le prospectus d'introduction en bourse visé par l'AMF que le prix maximum alors que jusqu'à présent une fourchette de prix était toujours présentée. En contrepartie, au plus tard trois jours de bourse avant la clôture de l'offre, une information complémentaire doit être diffusée, par voie de communiqué de presse. Ce communiqué présente la fourchette de prix définitivement retenue. Cette fourchette peut atteindre une amplitude de +/-15% autour du prix pivot alors que jusqu'à présent son amplitude ne pouvait être que de +/-10%.

L'AMF s'est alignée sur la pratique européenne et n'impose plus aux sociétés de présenter des critères d'appréciation de la fourchette de prix dans leur prospectus.

Afin de traiter équitablement particuliers et professionnels en matière de révocabilité des ordres, les investisseurs individuels auront désormais également la possibilité de révoquer leurs ordres pendant la période de souscription. Jusqu'à présent, cette irrévocabilité résultait de contraintes opérationnelles et juridiques liées à la transmission des ordres, et non du cadre réglementaire de l'AMF. L'AMF recommande aux banques à réseau de prévoir, au plus tard le 31 mars

2015, que les ordres des particuliers passés par internet puissent être révoqués. Les réseaux devraient également faire leurs meilleurs efforts pour étendre cette révocabilité aux autres canaux de distribution dans un délai raisonnable. Le prospectus doit fournir une description détaillée des modalités pratiques de souscription et de révocation des ordres.

Les analystes des banques du syndicat peuvent désormais accéder aux informations relatives à l'opération en amont du visa, sous réserve de la signature d'un engagement de confidentialité. Cette faculté d'accès à l'information en amont de la publication de la documentation visée par l'AMF devrait permettre de réduire, de 2 à 3 semaines, le calendrier de mise en œuvre d'une introduction en bourse. Les sociétés souhaitant s'introduire en bourse pourront ainsi mieux saisir les « fenêtres » de marché. Un tel calendrier plus resserré constitue ainsi un facteur de compétitivité de la place. Cette proposition a reçu un avis favorable des représentants des analystes financiers et des sociétés, étant souligné que la société devra en toutes circonstances rétablir l'égalité d'information dans le prospectus.

Dans un souci de compétitivité de la place de Paris, l'autorisation d'utiliser l'anglais pour la rédaction du prospectus d'introduction en bourse a été donnée, sous réserve qu'il contienne un résumé en français. Ce dispositif, introduit dans le règlement général de l'AMF, est susceptible de s'appliquer tant à certains projets d'introductions en bourse de sociétés françaises, dès lors que le choix de la langue est maintenu dans la durée et est en cohérence avec de la stratégie actionnariale mise en place par ces sociétés, qu'à des sociétés étrangères souhaitant être cotées sur la place de Paris.

## **2. Les actions menées en faveur des ETI-PME**

Forte de son ambition de « Redonner du sens à la finance », l'AMF a repensé, en 2014, son action en faveur des ETI-PME et cinq axes prioritaires ont été dégagés pour prendre en compte leurs besoins particuliers en termes d'écoute et d'accompagnement.

Le premier propose de « Mieux agir sur l'écosystème autour des valeurs moyennes » pour favoriser les réflexions de Place et veiller à la cohérence du système.

Le deuxième est de « Développer une vision valeurs moyennes au niveau des instances européennes » avec une dimension plus politique afin de prendre en compte les spécificités des valeurs moyennes dans les textes européens.

Le troisième et le quatrième axe proposent de « Construire une nouvelle forme de dialogue avec les émetteurs » et « Redonner de la pertinence à l'information financière ». Ils soulignent la volonté d'agir de manière plus directe auprès des ETI-PME, en démontrant la capacité d'adaptation du régulateur et de bien distinguer l'information significative pour les marchés des autres informations.

Un guide d'élaboration des documents de référence adapté aux valeurs moyennes a été publié le 2 décembre 2014, insistant sur la pertinence, la matérialité de l'information financière et la lisibilité de ces documents. Cette initiative s'inscrit dans le prolongement d'autres initiatives visant à encourager les émetteurs à privilégier des informations pertinentes et utiles dans les annexes aux comptes. D'ores et déjà certains émetteurs ont souhaité réfléchir à l'évolution de leur document de référence.

Parallèlement, l'AMF a également rencontré 45 sociétés cotées afin de mieux appréhender leurs activités et leurs contraintes. Enfin, des actions de formation ciblées auprès des émetteurs ont été lancées et des ateliers pédagogiques sur le thème de la communication financière ont été organisés à Paris et en régions afin d'échanger autour de bonnes pratiques.

Le dernier axe, « Accompagner le changement », souligne l'importance de la stratégie d'accompagnement du changement auprès de tous les acteurs de la Place. Il vise à réaffirmer que l'ambition portée autour des « valeurs moyennes » en France se construit et s'enrichit collectivement. Cela passe par des rencontres régulières avec l'ensemble des parties prenantes.

### 3. La création de nouveaux modes de financement : les certificats mutualistes

Un nouveau mode de financement spécifique dédié aux organismes mutualistes et paritaires, le certificat mutualiste, a été créé par la loi relative à l'économie sociale et solidaire (ESS)<sup>1</sup>. Les sociétés d'assurance

1. Loi n° 2014-856 du 31 juillet 2014.

mutuelle (SAM) et les sociétés de groupe d'assurance mutuelle (SGAM) peuvent désormais émettre par offre au public des certificats mutualistes représentant des parts de leur fonds d'établissement notamment à destination de leurs sociétaires.

Le certificat mutualiste est un titre perpétuel de capital qui ne donnera pas de droit sur l'actif net de la mutuelle et sera dénué de tout droit de vote. En contrepartie de la souscription de certificats mutualistes, le souscripteur percevra une rémunération annuelle pour chaque certificat détenu. Cette rémunération variable, sera définie lors de l'assemblée générale annuelle de chaque établissement d'assurance mutuelle.

La possibilité de faire une offre auprès du public permet aux mutuelles de renforcer leurs fonds propres dans un contexte prudentiel rendu plus exigeant par la directive européenne Solvabilité 2, tout en respectant leurs principes de gouvernance mutualiste. Bien que cette offre ne relève pas de la définition de l'offre au public au sens de l'article L. 411-1 du code monétaire et financier, il a été décidé afin d'assurer la bonne information des souscripteurs de mettre en place un schéma adapté de prospectus pour l'émission de ces certificats mutualistes, à l'instar de ce qui est prévu pour les banques mutualistes pour l'émission de leurs parts sociales.

L'AMF a ainsi créé en 2014 un groupe de travail composé d'émetteurs potentiels à travers leurs fédérations ou groupements, afin de discuter du contenu de ce prospectus et des informations qu'il devra contenir.

L'entrée en application de ce dispositif est prévue au premier semestre 2015 après parution du décret d'application, de la modification du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application.

### 4. Un nouveau cadre applicable au crowdfunding

Le financement participatif (*crowdfunding*), apparu avec l'essor d'internet et des réseaux sociaux, est un nouveau mode de financement qui offre une alternative aux financements traditionnels. Il repose sur l'appel à un grand nombre de personnes, via internet, pour financer un projet. Il peut revêtir la forme de prêts à titre gratuit ou rémunéré, de dons pouvant donner lieu ou non à des contreparties (en nature ou en numérique) ou de souscription de titres.

En raison de son essor en France, les pouvoirs publics ont souhaité faire évoluer le cadre réglementaire au niveau national afin de favoriser le développement de ce nouveau type de financement tout en garantissant au public un niveau de protection adéquat. L'AMF et l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) ont ainsi contribué activement aux réflexions menées, dans le cadre de leur champ de compétence respectif, à savoir, une compétence exclusive de l'ACPR pour les prêts et les dons et une compétence partagée avec l'AMF pour les titres.

L'ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 sur le financement participatif ainsi que son décret d'application n° 2014-1053 du 16 septembre 2014 ont précisé le nouveau cadre applicable au financement participatif sous forme de titres financiers ainsi que sous forme de prêts et de dons.

L'ordonnance a introduit, pour le financement participatif, une nouvelle situation non constitutive d'une offre au public de titres financiers, ne faisant donc pas l'objet d'un prospectus visé par l'AMF. Il s'agit

des offres de titres financiers dont le montant sur douze mois n'excède pas un million d'euros et qui sont réalisées par l'intermédiaire du site internet d'un conseiller en investissements participatifs ou d'un prestataire de services d'investissement (cf. chapitre 2, page 50).

Les sociétés par actions simplifiées peuvent faire une offre dans le cadre de cette nouvelle exemption sous réserve qu'elles appliquent les mêmes dispositions légales que les sociétés anonymes en matière de droits de vote, répartition des compétences entre assemblées générales ordinaire et extraordinaire, conditions de *quorum* et de majorité ainsi que les règles d'organisation des dites assemblées.

Dans un souci de protection du public, des exigences en termes d'information minimale à délivrer aux investisseurs sont posées. Dans ce cadre, la plateforme de financement participatif doit ainsi publier sur son site, dans un langage compréhensible, des informations selon un format prévu par l'instruction AMF DOC-2014-12. Ces informations, qui doivent être communiquées aux investisseurs avant toute souscription, apportent des précisions sur les points suivants :

- l'activité de l'émetteur et son projet ainsi que les risques spécifiques en découlant ;
- le niveau de participation auquel les dirigeants de l'émetteur se sont eux-mêmes engagés dans le cadre de l'offre proposée ;
- les droits financiers, les droits de vote et les droits d'information attachés aux titres offerts ainsi que ceux attachés aux autres catégories de titres non offerts dans le cadre de l'offre proposée et leurs bénéficiaires ;
- les dispositions précisant les conditions de sortie (notamment les conditions financières) et les limites à la liquidité des titres souscrits à travers l'existence d'un pacte d'actionnaires ou de clauses statutaires ;
- le détail des frais supportés par l'investisseur lors de la souscription et ultérieurement ;
- la faculté de recevoir, sur simple demande, la description des prestations fournies par la plateforme et les frais s'y rapportant.

Une réflexion sur le *crowdfunding* est également menée en Europe. L'Italie et le Royaume-Uni ont également créé des cadres juridiques applicables au financement participatif. L'Allemagne et l'Espagne ont pris des initiatives législatives pour réglementer cette activité. Face au risque de fragmentation, la Commission européenne a instauré un groupe d'experts intitulé « Forum européen des acteurs du financement participatif » pour étudier le potentiel et les risques liés à cette activité en plein essor et déterminer les actions à mener au niveau européen. Les autorités européennes de supervision (ESMA et EBA) sont chargées d'identifier et d'évaluer les moyens permettant de faire converger les réglementations applicables au financement participatif au sein de l'Union tout en assurant la protection des investisseurs.



## B. L'INFORMATION FINANCIÈRE

### 1. La transposition de la directive Transparence révisée

La directive Transparence révisée<sup>2</sup> a modifié le régime de transparence de l'information financière des sociétés cotées, en allégeant notamment certaines obligations d'information périodique, et celui des déclarations de franchissement de seuil.

Afin de permettre aux émetteurs de se préparer à la suppression de l'obligation de produire une information financière trimestrielle et d'en évaluer les conséquences, l'AMF a constitué début 2014 un groupe de travail composé essentiellement de membres de la commission consultative Opérations et information financières des émetteurs pour proposer une recommandation destinée à accompagner cette suppression. La recommandation a été publiée le 3 février 2015<sup>3</sup>. Elle s'articule autour des quatre points suivants :

- la décision de communiquer une information financière trimestrielle ou intermédiaire étant désormais de la seule responsabilité de l'émetteur, l'AMF recommande aux sociétés qui feraient ce choix d'adopter une ligne de conduite claire et stable dans le temps et de la présenter dans le calendrier de publication qu'elles communiquent sur leur site internet en début d'année, pour la bonne information du marché ;
- l'information financière communiquée doit respecter les principes généraux applicables à la communication financière, conformément à l'article 223-1 du règlement général de l'AMF. L'information donnée au public doit ainsi être exacte, précise et sincère. L'AMF

recommande également que l'information financière trimestrielle ou intermédiaire soit accompagnée d'un commentaire ;

- dès lors qu'une société communique une information trimestrielle ou intermédiaire à certains investisseurs, analystes ou partenaires financiers, l'information doit immédiatement être portée à la connaissance du public sous la forme d'un communiqué ;
- enfin, et afin que la qualité de l'information fournie au marché ne soit pas dégradée, les sociétés qui feront le choix de ne pas publier d'information financière trimestrielle ou intermédiaire devront veiller tout particulièrement à leur obligation d'information permanente afin de contribuer à améliorer la confiance des investisseurs dans la transparence de leur communication financière.

En outre, afin d'éviter une absence totale de communication financière pendant une trop longue période, l'AMF a réitéré sa recommandation de décembre 2008<sup>4</sup> relative à la communication des sociétés cotées sur leur chiffre d'affaires annuel. Elle recommande aux sociétés de publier, dès que possible après la clôture de l'exercice et au plus tard fin février, ou dans un délai de 60 jours suivant la clôture, l'information sur le chiffre d'affaires annuel de l'exercice écoulé accompagné d'un comparatif, à défaut d'avoir publié leurs résultats annuels à cette date. Toutefois, l'émetteur peut ne pas procéder à la publication isolée du chiffre d'affaires, s'il estime qu'elle n'est pas pertinente, notamment, en raison de la nature de son activité.

Les premières mesures de transposition de la directive révisée figurent dans l'article 9 de la loi portant diverses dispositions d'adaptation au droit de l'Union

2. Directive 2013/50/UE du 22 octobre 2013.

3. Voir position-recommandation DOC-2015-03.

4. Cette recommandation reprend à cet égard, dans des termes inchangés, l'encadré de la recommandation AMF n°2008-11 du 17 décembre 2008.

européenne (DDADUE) en matière économique et financière du 30 décembre 2014. Ce texte prévoit notamment l'allongement de la durée d'archivage des rapports financiers, la suppression de l'obligation de produire une information financière trimestrielle ainsi qu'un allongement des délais de publication de deux à trois mois des rapports financiers semestriels. Ces évolutions sont entrées en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2015.

Les dernières mesures de transposition de la directive révisée seront prises par voie d'ordonnance, dans un délai de 12 mois, soit d'ici le 30 décembre 2015. Elles devraient notamment concerner le régime des sanctions de la directive ainsi que les éventuelles modifications à apporter au régime français des déclarations de franchissements de seuils.

## 2. La recommandation sur les médias sociaux

Devant la montée en puissance des réseaux sociaux, l'AMF a constitué un groupe de réflexion réunissant des émetteurs, des professionnels de la communication, des utilisateurs de l'information financière et des avocats afin de réfléchir aux bonnes pratiques de gestion et d'utilisation des sites internet des sociétés cotées, considérés comme des supports essentiels de communication.

Sur la base des travaux de ce groupe, l'AMF a publié, en décembre 2014, une recommandation<sup>5</sup> afin d'accompagner les sociétés cotées dans la gestion de leur site internet comme outil de communication et dans l'utilisation des médias sociaux (Facebook, Twitter ou LinkedIn, etc.) pour la diffusion d'informations privilégiées au sens du règlement « Abus de marché ».

Parmi les recommandations les plus significatives, le régulateur préconise, en ce qui concerne les sites internet des sociétés cotées, une accessibilité rapide aux informations publiées (limitation du nombre de clics), un archivage dans un délai adéquat et homogène par type d'information et une mise à jour horodatée.

Quant aux médias sociaux, l'AMF souligne qu'ils doivent être utilisés avec prudence et dans le souci du respect des règles d'accès à l'information. Les émetteurs peuvent diffuser leurs informations privilégiées sur les

médias sociaux si et seulement si ces informations ont préalablement fait l'objet d'un communiqué à diffusion effective et intégrale et sous réserve que l'information donnée par l'émetteur, quel que soit le support utilisé, soit exacte, précise et sincère.

L'AMF recommande également aux sociétés d'assurer une veille active sur Facebook ou Twitter des informations les concernant pour identifier les éventuelles rumeurs et réagir très rapidement si nécessaire.

Les sociétés sont aussi invitées à porter une attention toute particulière à la rédaction des messages du fait de la concision requise par ces moyens de communication.

## C. LES TRAVAUX EN MATIÈRE DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ET DE PROTECTION DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES

### 1. Les cessions d'actifs stratégiques

L'année 2014 a été marquée par des opérations de grande envergure (SFR-Numériable, General Electric-Alstom) qui ont réactivé les débats sur les modes de protection des actionnaires minoritaires et la bonne gouvernance lors de négociations ou de la mise en place d'opérations structurantes portant sur une fraction importante des actifs stratégiques de sociétés cotées, sous forme de cession ou d'acquisition.

Ces opérations ne sont en effet pas soumises à l'heure actuelle, à un processus balisé et ordonné d'offre publique – et aux principes fondamentaux qui les gouvernent – et ne sont donc pas en principe encadrées par le droit des offres publiques. Les enjeux d'un encadrement de ces transactions sont multiples : la nécessité d'une information financière fiable et en temps utile, la prévention des conflits d'intérêts potentiels, le respect de l'intérêt social, mais également la protection des actionnaires et leur capacité d'expression lorsqu'une société change radicalement de profil. Ce rôle doit cependant être mis en balance avec la liberté de gestion dont est investi le conseil et qui conditionne la réactivité et la pérennité de l'entreprise.

L'AMF a constitué sous la présidence de Christian Schricke, membre du Collège, un groupe composé de différents acteurs de la place qui a conduit des travaux sur les trois thèmes suivants : le rôle de l'assemblée

5. *Recommandation DOC-2014-15 relative à la communication des sociétés cotées sur leur site internet et sur les médias sociaux.*

générale dans la décision, l'information à diffuser au marché et le respect de principes de bonne gouvernance dans le processus de négociation.

À l'issue de ces travaux, le groupe a émis un rapport et une consultation publique a été lancée le 19 février 2015.

## 2. Le rapport sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants

L'AMF a publié, le 22 septembre 2014, son 11<sup>e</sup> rapport annuel sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées. Ce rapport dresse un état des lieux des pratiques en matière de gouvernance et de rémunération des dirigeants de 60 sociétés cotées se référant au code AFEP-MEDEF. Il a permis de constater une nouvelle amélioration des pratiques en la matière. Les meilleures et les moins bonnes pratiques de certains émetteurs ont été soulignées en les désignant nominativement. De nouvelles recommandations et pistes de réflexion ont été formulées qui ont été reprises dans une nouvelle recommandation consolidée publiée en décembre 2014. Le rapport consacre également une place importante aux enjeux actuels de la gouvernance et présente les débats européens en cours, notamment le projet de révision de la directive Droits des actionnaires.

Ce rapport est fondé sur la nouvelle version du code AFEP-MEDEF publiée en juin 2013. L'AMF a salué cette actualisation qu'elle avait vivement encouragée dans le cadre de ses précédents rapports. Les associations professionnelles ont également publié le 12 janvier 2014 un guide d'application précisant l'interprétation et la mise en œuvre de certaines recommandations du code.

Le code intègre désormais la majeure partie des recommandations et pistes de réflexion émises par l'AMF, telles qu'une conception stricte du principe « appliquer ou expliquer », un plafond plus réduit de cumul des mandats pour les dirigeants mandataires sociaux, le principe d'un vote consultatif annuel des actionnaires sur la rémunération des dirigeants, le renforcement de l'encadrement de certains éléments de rémunération, etc.

De plus, un Haut comité de gouvernement d'entreprise a été créé en octobre 2013. Composé de sept personnalités, dont trois représentants des émetteurs et des personnalités qualifiées, il est plus particulièrement chargé de s'assurer du respect de l'application des

recommandations du code et d'en proposer des évolutions. Il peut être saisi par les sociétés cotées sur des questions d'interprétation du code ou s'autosaisir lorsqu'une société ne se conforme pas au principe « appliquer ou expliquer ».

Le Haut comité a publié le 21 octobre 2014 son premier bilan d'activité. Ce rapport comporte des développements éclairants sur l'interprétation du code, fondés sur la conception désormais plus exigeante du principe « appliquer ou expliquer ». L'AMF a également constaté qu'il reprenait plusieurs de ses recommandations et pistes de réflexion extraites de son rapport de 2014.

À la suite de la publication du rapport du Haut comité, l'AFEP et le MEDEF ont publié le 24 décembre 2014 une mise à jour du guide d'application du code AFEP-MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées de juin 2013. L'AMF salue la création de ce Haut comité et souhaite qu'il contribue à une bonne application et à une évolution régulière du code. L'AMF aurait néanmoins souhaité, afin que ce code soit plus représentatif des exigences de la place, que la composition du comité assure davantage la représentation des investisseurs.

## 3. La proposition de révision de la directive Droits des actionnaires

La Commission européenne a publié, le 9 avril 2014, une proposition de révision de la directive « Droits des actionnaires » de 2007. Son intitulé<sup>6</sup> témoigne de ce qu'elle entend non seulement renforcer les droits des actionnaires, mais encore améliorer l'engagement de long terme des actionnaires institutionnels, jugé insuffisant, et mieux aligner les intérêts entre investisseurs, gestionnaires et émetteurs, s'agissant notamment des rémunérations des administrateurs et des transactions avec les parties liées.

L'AMF demeure très attentive aux évolutions des négociations sur ce texte. De son point de vue, les principaux enjeux résident dans un mécanisme efficace d'identification des actionnaires, une politique d'engagement des gestionnaires et investisseurs dans un cadre

6. Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, et la directive 2013/34/UE en ce qui concerne certains éléments de la déclaration sur la gouvernance d'entreprise.

raisonnable, un droit de regard effectif des actionnaires sur les rémunérations des mandataires sociaux et un régime des transactions avec les parties liées cohérent avec celui des conventions réglementées en France.

La proposition de directive, qui demeure d'harmonisation minimale<sup>7</sup>, aborde ainsi cinq thèmes :

- l'identification des actionnaires et un exercice plus aisé de leurs droits : le nouveau cadre s'appuie sur les intermédiaires de la chaîne de détention des titres en vue de garantir l'identification des actionnaires et une transmission rapide des informations utiles à l'exercice de leurs droits. Ces mesures sont cohérentes avec le premier axe des recommandations du groupe de travail de l'AMF sur les assemblées générales, qui avait publié son rapport en juillet 2012 ;
- la transparence et l'implication des gestionnaires d'actifs et investisseurs institutionnels : le texte prévoit la publication de leur politique d'engagement et de vote, ainsi que des principaux éléments des accords conclus entre investisseurs et gestionnaires ;
- la transparence des agences de conseil en vote : compte tenu de leur rôle croissant, la directive prévoit que ces prestataires mettent en œuvre des mesures tendant à garantir la fiabilité et l'intégrité de leurs recommandations de vote, publient certaines informations essentielles sur l'élaboration de ces recommandations et communiquent à leurs clients et aux sociétés cotées concernées des informations sur tout conflit d'intérêts existant ou potentiel ;
- un *say on pay* à l'échelle européenne : proche du régime britannique, le nouveau dispositif prévoit, d'une part, la divulgation de la politique de rémunération et des rémunérations individuelles des administrateurs, et d'autre part, un double vote des actionnaires, contraignant sur la politique de rémunération, consultatif et *ex post* sur les rémunérations individuelles ;
- un régime harmonisé de contrôle des transactions significatives avec les parties liées, selon un système « à deux étages » : une transparence accrue et un avis indépendant sur les transactions d'un montant supérieur à 1 % des actifs de la société, ainsi que la soumission à l'approbation des actionnaires pour

celles qui représentent plus de 5 % des actifs (ou qui sont susceptibles d'avoir un impact significatif sur les bénéficiaires ou le chiffre d'affaires).

Cette proposition, débattue au Conseil et au Parlement européen, est susceptible de connaître d'importantes évolutions. L'AMF et les autorités françaises ont notamment plaidé pour :

- une prise en compte des différents systèmes d'identification des actionnaires en particulier le régime français fondé sur le rôle clef des dépositaires centraux et teneurs de comptes conservateurs ;
- l'amélioration de la compatibilité entre le nouveau régime de transparence des transactions avec les parties liées et le régime français des conventions réglementées ;
- une approche proportionnée des nouvelles obligations de transparence des gestionnaires et investisseurs institutionnels ;
- et s'agissant des agences de conseil en vote, une meilleure articulation entre législation et « droit souple » (en particulier le code de conduite publié par les principales agences en mars 2014).

La Commission a également publié le 9 avril 2014 une recommandation tendant à renforcer la qualité des explications fournies en matière de gouvernance, selon une conception rigoureuse du principe « appliquer ou expliquer », proche de celle qui est appliquée par l'AMF.

## D. LA RÉFORME DE L'AUDIT

La directive 2014/56/UE, modifiant la directive de 2006 relative au contrôle légal des comptes, et le règlement 537/2014, définissant les exigences spécifiques pour le contrôle légal des entités d'intérêt public, ont été publiés au Journal officiel de l'Union européenne le 27 mai 2014. Ils entreront en application en juin 2016.

Cette importante réforme du métier de l'audit légal pose la question du rôle et de l'avenir de la profession à travers les nouvelles possibilités et contraintes prévues par ces deux textes.

À titre d'illustration, ces textes prévoient par exemple un principe de rotation obligatoire des cabinets d'audit tous les dix ans, la création d'un Comité des autorités de supervision européenne de l'audit (CEAOB) et la création d'une « liste noire » de prestations interdites. Compte tenu des nombreuses options existantes dans

7. Une harmonisation minimale autorise les États membres à conserver des dispositions plus contraignantes.



ces deux textes, options qui devront faire l'objet de choix de la part des différents pays avant juin 2016, il est encore trop tôt pour mesurer pleinement leurs impacts sur la profession.

La Chancellerie a institué en juillet 2014 un groupe de place auquel l'AMF participe aux côtés de la profession, des autres régulateurs et des associations représentatives des entreprises. Les travaux de ce groupe ont pour objectif d'adapter le droit français aux nouvelles dispositions du règlement. Ils portent notamment sur la définition à retenir des sociétés dites entités d'intérêt public (EIP)<sup>8</sup>, les services non audit et les éventuelles mesures d'encadrement à prévoir. Ces travaux devraient se poursuivre sur les premiers mois de 2015.

## E. LA RÉFORME DES OFFRES PUBLIQUES : LA LOI « FLORANGE »

La loi du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle a modifié certaines dispositions du droit des offres publiques. Elle a été suivie d'une modification du règlement général de l'AMF sur les points suivants :

- l'introduction d'un seuil de caducité à 50 % du capital ou des droits de vote pour les offres de prise de contrôle (articles 231-9 I et 234-2 du règlement général). Le règlement général prévoit également des dispositions connexes concernant :
  - les cas d'exemption à l'application de ce seuil (articles 231-9 I, 231-13 et 231-21),
  - l'articulation avec le seuil de renonciation qui peut être fixé par l'initiateur (articles 231-9 II et 231-10),
  - le régime de suspension des droits de vote en cas d'offre obligatoire caduque (articles 234-3, 234-5 et 234-9),

### 8. Entités d'intérêt public :

- a) les entités régies par le droit d'un État membre dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé d'un État membre au sens de l'article 4, paragraphe 1, point 14), de la directive 2004/39/CE ;
- b) les établissements de crédit définis à l'article 3, paragraphe 1, point 1 de la directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil autres que ceux visés à l'article 2 de ladite directive ;
- c) les entreprises d'assurance au sens de l'article 2, paragraphe 1 de la directive 91/674/CEE ; ou
- d) les entités désignées par les États membres comme entités d'intérêt public, par exemple les entreprises qui ont une importance publique significative en raison de la nature de leurs activités, de leur taille ou du nombre de leurs employés ;

– et le régime des interventions en période d'offre pour lesquelles le seuil de caducité est applicable (articles 231-38 et 231-47) ;

- l'abaissement du seuil dit de « l'excès de vitesse » de 2 % à 1 %. La réglementation antérieure prévoyait qu'un actionnaire détenant entre 30 % et 50 % du capital ou des droits de vote d'une société ne pouvait augmenter sa détention de plus de 2 % sur 12 mois glissants, sous peine de devoir déposer un projet d'offre publique. Le nouveau texte a réduit le quantum sur 12 mois à 1 % (article 234-5) ;
- le renforcement du rôle du comité d'entreprise dans le processus des offres publiques. Le texte aborde essentiellement des questions d'articulation du calendrier de l'information-consultation du comité d'entreprise avec celui des offres et des informations communiquées au comité d'entreprise (articles 231-13, 231-17, 231-18, 231-19, 231-20 et 231-26) ;
- l'abandon du « principe de neutralité » des organes de direction en période d'offre. La loi est revenue sur le choix de neutralité des organes de gouvernance fait en 2006, au moment de la transposition de la directive OPA. Les dirigeants peuvent désormais se défendre en cas d'offre hostile en utilisant différents moyens sans autorisation de l'assemblée générale réunie pendant l'offre. Ce nouveau cadre a soulevé, notamment, les questions de son articulation avec les principes applicables aux offres publiques, de l'information à fournir sur la mise en œuvre des mesures de défense et de la possibilité pour un initiateur de renoncer à son offre (articles 231-7, 231-19, 231-40 et 232-11).

Par ailleurs, la loi DDADUE<sup>9</sup> du 30 décembre 2014 a modifié l'article L. 621-30 du code monétaire et financier pour prévoir que lorsque les recours visent une décision individuelle de l'AMF relative à une offre publique, la juridiction saisie – la Cour d'appel de Paris –, se prononce dans un délai de cinq mois à compter de la déclaration de recours.

9. Loi n° 2014-1662 du 30 décembre 2014 portant diverses dispositions d'adaptation de la législation au droit de l'Union européenne en matière économique et financière.

## 2. L'actualité des opérations financières

---

### A. LES ÉMISSIONS D' ACTIONS ET DE TITRES DONNANT ACCÈS AU CAPITAL

#### 1. Les grandes tendances de l'année 2014

La reprise des introductions en bourse s'est confirmée en 2014 jusqu'au début du quatrième trimestre. Environ 4 milliards d'euros ont été levés ou cédés à l'occasion d'introductions en bourse, une part prépondérante de ce montant a essentiellement été réalisée par quatre opérations (COFACE, ELIOR, GTT, WORDLINE). Ces introductions concernent l'ensemble des segments de marchés, 28 introductions en bourse ont ainsi été réalisées, dont 19 sur un marché réglementé et 9 sur Alternext.

Cette reprise a donné lieu à de nombreuses réflexions (cf. page 71). Elle a également conduit l'AMF à réaffirmer le principe d'égalité de traitement entre les différentes catégories d'investisseurs. Ainsi, si, pour des raisons techniques liées aux délais de centralisation dans une offre complexe, il peut être envisagé de clôturer l'offre ouverte au public (ou OPO) quelques heures avant l'offre institutionnelle, pour des raisons d'égalité de traitement, le décalage de clôture ne peut excéder une demi-journée.

L'AMF a également été particulièrement attentive à la clarté et au caractère non trompeur des supports commerciaux utilisés à l'occasion des introductions en bourse (voir focus page 81).

En ce qui concerne les émissions d'actions et de titres donnant accès au capital des sociétés déjà cotées, près de 14 milliards d'euros ont été émis en 2014 dont environ 10 milliards d'euros concentrés sur quatre opérations (NUMERICABLE, PSA, ALCATEL, SCHNEIDER).

Plus de 8 milliards d'euros ont été levés dans le cadre d'émissions avec droit préférentiel de souscription, 3,5 milliards d'euros dans le cadre d'émissions réservées et de recapitalisation et 2,5 milliards d'euros dans le cadre d'émissions par voie de placement privé.

#### 2. Les enjeux liés aux restructurations financières

En 2014, de nombreuses restructurations financières ont été imputables au contexte économique dégradé depuis plusieurs années. On relève ainsi l'importance croissante des opérations réservées sur 2014. Elles appellent un certain nombre d'observations.

- Une communication doit être fournie en amont de l'assemblée générale : lorsque l'AMF est informée en amont des difficultés rencontrées par les sociétés et des procédures confidentielles engagées (mandat *ad hoc*, conciliation, etc.), elle suit attentivement le marché du titre et la communication de l'émetteur. Le prospectus est approuvé généralement, vers la fin du processus de restructuration, quelques semaines avant l'assemblée générale extraordinaire afin que les actionnaires puissent disposer de l'ensemble des informations pertinentes (situation financière détaillée et impacts des restructurations, modalités des opérations...) en vue d'asseoir leurs décisions de vote.
- Ces opérations sont très dilutives mais la dilution des minoritaires doit rester limitée : les restructurations financières de sociétés cotées ont pour facteurs communs :
  - l'homologation d'un plan de continuation ou d'un accord auprès du Tribunal de commerce ;
  - leur structure, composée de plusieurs opérations sur les titres ; et
  - généralement des impacts sur la gouvernance et l'activité (cessions, fermetures de sites, etc.).

Elles entraînent dans la majorité des cas une conversion de tout ou partie des créances en titres de capital, conversion engendrant le plus souvent une forte dilution pour l'actionnaire compensée généralement en partie par une attribution gratuite de bons de souscription d'actions (BSA).

## LA REVUE DE LA DOCUMENTATION COMMERCIALE DES BIOTECHS

Les introductions en bourse des sociétés du secteur des technologies médicales et biologiques se sont poursuivies en 2014. Le secteur compte dorénavant plus de 50 sociétés cotées à la Bourse de Paris et représente environ 8 milliards d'euros de capitalisation boursière à fin 2014. Il acquiert ainsi une véritable visibilité auprès des investisseurs.

Les candidats à la cotation présentent des caractéristiques communes. Ils sont le plus souvent à un stade de développement précoce et ont des profils de risque élevé. Ils n'ont que très rarement des revenus d'exploitation suffisants pour financer l'intégralité des efforts nécessaires pour la conduite des phases de recherche et développement. De plus, les fonds levés lors de l'introduction en bourse sont insuffisants pour assurer leur développement à moyen terme. Dès lors, il est important d'informer le marché au moment de l'introduction en bourse que des levées de fonds ultérieures seront nécessaires.

Si les conditions de placement se sont avérées plus ou moins délicates au cours de l'année, quelques constats peuvent être dégagés s'agissant du succès des opérations :

- les engagements de souscription des actionnaires historiques sont fréquents et favorisent la confiance des nouveaux investisseurs ;
- BPI France a investi au capital de plusieurs sociétés ;
- la part allouée aux investisseurs personnes physiques est très variable selon les opérations.

S'agissant d'émetteurs dont l'activité est complexe et les modèles économiques difficiles à appréhender, la communication réalisée auprès du marché reste un point d'attention tout particulier pour l'AMF. Elle ne doit pas induire le public en erreur et les risques liés à l'investissement doivent être présentés de façon compréhensible.

L'AMF a constaté par ailleurs une inflation des supports commerciaux mis à la disposition du public lors des introductions en bourse (bannière internet, spot radio, etc.). Il convient de rappeler à cet effet que l'information présentée dans ces supports ne doit pas mettre en avant des messages trop optimistes ou excessifs, voire jouant sur le registre « émotionnel ». L'information doit indiquer de façon équilibrée les risques et les avantages liés à l'investissement et demeurer cohérente avec le prospectus.

Postérieurement à l'introduction en bourse, l'AMF constate que le cours des sociétés du secteur est particulièrement sensible à la communication des résultats d'études ou d'agrément réglementaire. Le principe de prudence et de pédagogie doit prévaloir dans ce type de communication afin d'éviter une mauvaise compréhension par les investisseurs. L'information doit demeurer exacte, précise et sincère.

L'AMF vise donc des prospectus de restructuration comprenant notamment :

- une opération réservée aux créanciers sous la forme d'une augmentation de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital (ORA, ORNANE, etc.) ;
- une attribution gratuite de BSA pour les actionnaires afin de compenser la dilution subie ;
- et/ou une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription permettant l'apport d'argent frais et qui est souvent réalisée avec une forte décote valorisant mécaniquement le droit préférentiel de souscription pour l'actionnaire.

La réforme du droit des entreprises en difficulté intervenue en 2014 pourrait à l'avenir modifier les droits des actionnaires puisqu'elle prévoit certains cas d'expropriation possible. Ces opérations resteront

en tout état de cause soumises à l'appréciation de l'AMF en ce qui concerne l'application des règles d'offres publiques.

- Les conflits d'intérêts doivent être gérés : l'AMF veille, au travers de la revue du prospectus et de la documentation afférente, à la description des modalités des opérations et de leurs impacts financiers, au respect du principe d'égalité d'accès à l'information et à la gestion des éventuels conflits d'intérêts.

L'assemblée générale qui décide l'augmentation du capital peut la réserver à une ou plusieurs personnes nommément désignées. Selon l'article L. 225-138 du code de commerce, les personnes nommément désignées bénéficiaires de cette disposition ne peuvent prendre part au vote. Le *quorum* et la majorité requis

1

2

3

4

5

6



sont calculés après déduction des actions qu'elles possèdent. L'objectif est d'éviter tout conflit d'intérêts à l'occasion du vote en assemblée générale.

En application de la loi, seules les personnes nommément désignées bénéficiaires de cette disposition ne peuvent pas prendre part au vote. Or, des difficultés liées à l'existence de conflits d'intérêts potentiels peuvent apparaître dès lors que les réservataires ont des liens directs ou indirects avec les actionnaires de la société concernée par l'opération qui peuvent voter la résolution.

L'AMF a souhaité que soit entreprise l'étude d'une évolution législative sur le traitement des conflits d'intérêts et l'expression des votes dans le cadre de la réalisation d'opérations de capital réservées. Ces travaux devraient se dérouler en 2015.

### **3. Les placements privés dans le secteur des biotechs**

Les modalités de financement par les marchés des sociétés du secteur des biotechnologies prennent des formes diverses et parfois de plus en plus complexes compte tenu de la dimension internationale des opérations.

Ainsi, certains émetteurs ont réalisé de nouvelles levées de fonds en 2014, soit en faisant appel au public (Nanobiotix, Onxeo, etc.), soit en sollicitant des investisseurs qualifiés européens ou américains (Innate Pharma, Celectis, Genfit, Erytech pharma, etc.), soit en réalisant une combinaison des deux (Transgène). La société DBV Technologies, spécialisée dans le traitement de l'allergie à l'arachide, a notamment levé plus de 100 millions d'euros en réalisant une offre globale d'actions ordinaires au titre d'un placement privé en Europe et de titres représentés par des *American*

*Depositary Shares* (ADS) dans le cadre d'une offre au public réalisée aux États-Unis et au Canada. L'opération visait à faire progresser principalement le développement de ces produits et permettre la cotation des titres de la société aux États-Unis.

La complexité technique de ces opérations peut venir de la structure de l'opération elle-même ou, lorsqu'il s'agit d'opérations transfrontalières, de l'articulation entre les contraintes réglementaires des différents pays. Dans ce contexte, l'AMF encourage les émetteurs à lui présenter leur projet d'opération suffisamment en amont pour anticiper au mieux les problématiques réglementaires.

S'agissant de la communication des émetteurs à l'occasion du placement, et conformément à la position AMF DOC-2013-03, il convient de rappeler que l'émetteur doit publier un communiqué à l'ouverture du livre d'ordres annonçant les conditions préliminaires du placement lorsque celui-ci est réalisé pendant la séance de bourse. À l'issue du placement, un second communiqué informe sans délai le marché des modalités définitives de l'émission.

Si toutefois le placement a lieu en dehors des séances de bourse, seul le second communiqué est suffisant. Il doit indiquer la nature de l'opération, le type d'offre, le cadre juridique de l'émission, le montant et les raisons de l'émission, le nombre de titres émis et le pourcentage de dilution, les caractéristiques résumées des titres offerts, et le cas échéant, la garantie, les engagements ou intentions de souscriptions.

Enfin, l'émetteur doit être à jour de ses obligations d'information permanente. Il lui appartient d'apprécier la nécessité d'une actualisation de son information réglementée.

#### 4. De nouveaux titres donnant accès au capital incorporant des clauses de *step-up* : ODIRNANE

À l'occasion de la publication des recommandations comptables 2014, l'AMF a précisé qu'elle avait constaté que des PME/ETI avaient eu recours à des émissions d'instruments innovants pour des montants significatifs.

À titre d'exemple, Assystem, un groupe d'ingénierie, a émis en juillet 2014 une obligation à durée indéterminée à option de remboursement en numéraire et/ou en actions nouvelles et/ou existantes (ODIRNANE) avec placement privé et offre au public pour 160 millions d'euros.

Cette émission avait pour objectif principal de financer le rachat des obligations remboursables en numéraire et/ou en actions nouvelles et/ou existantes (ORNANE) émises en 2011 à échéance 2017 pour 89 millions d'euros et le financement des besoins de financements généraux et les projets de croissance externe.

L'ODIRNANE émise a pour spécificité de comporter une clause d'augmentation des intérêts à moyen terme, dite clause de *step-up*. Le coupon annuel qui est de 4,5% entre 2015 et 2021 passe à partir de 2021 à Euribor +8%.

Par ailleurs, la société peut décider de suspendre le paiement des intérêts à tout moment. Ces intérêts dus non versés se transforment en intérêts différés qui seront payés :

- lors de la prochaine assemblée générale décidant une distribution de dividende ;
- en cas de remboursement de l'intégralité de la souche ; ou
- en cas de liquidation.

Du fait de ces caractéristiques, cet instrument est classé comptablement en capitaux propres et non en dette. En effet, en application des normes IFRS, seuls les termes du contrat sont analysés pour déterminer le traitement comptable et la probabilité du remboursement du produit n'est pas prise en compte. Or, bien que la clause d'augmentation des intérêts incite fortement l'émetteur à rembourser juste avant sa date d'activation, cette situation économique ne constitue pas pour autant une obligation contractuelle de rembourser. Ainsi on note un décalage entre l'économie du produit et son traitement comptable.

Dans la recommandation susvisée, l'AMF a précisé qu'à l'échéance de cette clause dite de « *step-up* », la question du refinancement de l'émission peut se poser. Aussi, est-il nécessaire, en application de la position-recommandation de l'AMF DOC-2010-11, que l'ensemble de ses caractéristiques (montant émis, intérêts, échéance, clauses d'augmentation des intérêts éventuelles, etc.) et son classement comptable soient présentés dans le premier communiqué sur les résultats qui suit l'émission.

Par ailleurs, toujours en application de la position-recommandation citée précédemment, les sociétés s'interrogeront sur la pertinence de rappeler les caractéristiques de l'instrument dans le communiqué de presse sur les résultats de l'exercice N, lorsqu'il y a une clause d'ajustement des intérêts entrant en vigueur en N+1, afin que le marché puisse plus aisément anticiper un éventuel refinancement, remboursement ou une hausse des charges d'intérêts.

## B. LE FINANCEMENT PAR LA DETTE

### 1. Les grandes tendances de l'année 2014

Le marché primaire obligataire de la place de Paris est resté actif en 2014 permettant aux émetteurs français de poursuivre le renforcement de leurs fonds propres (grâce aux émissions de dette hybride), la diversification de leurs sources de financement et de leur bassin d'investisseurs (avec notamment l'émergence des *green bonds*) et l'allongement de la maturité de leur dette.

De nombreux émetteurs *corporate* français ont également profité des bonnes conditions de financement pour procéder, notamment au cours du second semestre et en parallèle à leurs nouvelles émissions de dette, à des opérations d'échange ou de rachat de leurs souches obligataires existantes pour optimiser leur bilan. Cela a été plus particulièrement le cas des foncières comme Klépierre, Mercialis ou Société Foncière Lyonnaise mais aussi d'émetteurs comme Orange, Veolia ou GDF Suez.

## 2. La poursuite du développement des placements privés obligataires (notamment sous format Euro PP)

Le financement désintermédié s'est poursuivi en 2014 chez les émetteurs *corporate* français et le marché des placements privés obligataires en euros a continué à représenter un vecteur essentiel de cette désintermédiation, avec une nette accélération des émissions à partir du printemps 2014.

Depuis l'essor de ce marché en Europe et plus particulièrement en France à compter du second semestre 2012<sup>10</sup>, les raisons de ce développement restent toujours liées à la raréfaction du crédit bancaire (sur fond de durcissement des règles prudentielles), à la recherche d'une sécurisation de la liquidité et d'un besoin de diversification des sources de financement dans un contexte de taux toujours aussi porteur.

Parmi les émetteurs cotés, ces opérations ont été majoritairement le fait :

- d'émetteurs de taille significative à l'instar d'Eramet, Nexity, Altarea, Altran Technologie, Vallourec et Wendel, etc. ;
- d'émetteurs français ayant à nouveau choisi la Place de Paris pour la cotation de leurs obligations comme Pernod Ricard, Sodexo ou Mercialis ;
- ou encore de primo émetteurs obligataires comme Icade, Ingenico et Vilmorin ;
- et enfin de certaines ETI cotées sur les compartiments B et C mais non notées comme Les Nouveaux Constructeurs, GFI informatique, Frey ou Gaumont qui ont pu également émettre pour la première fois des Euro PP pour des montants d'émission compris entre 15 et 40 millions d'euros.

De nombreux placements privés obligataires ont continué à prendre la forme d'Euro PP permettant ainsi aux PME-ETI qui n'ont pas accès à ce jour aux marchés obligataires internationaux conçus pour des grandes entreprises notées d'avoir accès au financement obligataire.

Par ailleurs, afin de poursuivre l'accompagnement du segment des Euro PP, l'AMF a approuvé les modifications de la norme professionnelle de l'AMAFI relative aux sondages de marché en précisant que les opéra-

tions d'Euro PP n'entraient pas dans le champ de ces dispositions. Elle a toutefois rappelé que ces opérations restent régies par les dispositions « de droit commun » en matière de détention et de communication d'information privilégiée.

Enfin, ce segment de marché de la dette sous format Euro PP a continué d'évoluer en 2014 comme en témoigne la nouvelle clause introduite lors de l'émission obligataire de NGE réalisée en juillet. Dans le cadre de cette émission, les investisseurs obligataires ont bénéficié d'un nantissement d'une partie des titres de filiales de NGE afin d'être traités comme les créanciers bancaires. Ce type de clause a également été utilisé par Héraclès Investissement en décembre. Elle pourrait ainsi être amenée à se développer au fur et à mesure de l'ouverture des émissions sous format Euro PP à des émetteurs de plus petite taille.

Parmi les émetteurs non cotés, Vinci Park, à travers sa *holding* de contrôle Infrafoch détenue à hauteur de 25% du capital, est parvenu en octobre 2014, moins de quatre mois après son rachat par Ardian et Crédit Agricole Assurance, à lever 950 millions d'euros en deux tranches à des conditions très favorables, réussissant ainsi à doubler la maturité moyenne de sa dette.

La place de Paris a également accueilli, en 2014, la première émission en renminbi (RMB) dont les titres ont été admis à la négociation sur un marché réglementé européen. Cette opération a été réalisée par Bank of China Limited, agissant via sa succursale parisienne. L'AMF a ainsi visé un prospectus pour l'admission de deux tranches obligataires dont les montants respectifs ont été de 1,5 milliard de RMB et 500 millions de RMB. Les obligations ont été placées à hauteur d'un tiers auprès d'investisseurs institutionnels d'Europe continentale, permettant ainsi à Bank Of China de poursuivre l'élargissement de sa base d'investisseurs au-delà de l'Asie.

## 3. La poursuite du développement des émissions de dette hybride (ou subordonnées)

Après deux années 2012 et 2013 importantes en termes de montants d'émission, le dynamisme du segment de la dette hybride provenant des émetteurs *corporate* s'est poursuivi en 2014 et même renforcé pour les émetteurs du secteur financier (banques et assurances) compte tenu d'un contexte réglementaire

10. Les Euro PP cotés et non cotés, sous format prêts et obligataires, tout émetteur confondu, ont représenté un volume d'émission d'environ 10,7 milliards d'euros.

contraignant lié en particulier à Bâle 3. Environ 21 milliards d'euros de cette dette hybride ont été levés en 2014.

De façon générale, ces instruments, même s'ils restent plus chers que des obligations classiques, présentent des avantages du fait de leur caractère mixte, car ils sont comptabilisés en normes IFRS à 100 % comme des capitaux propres et à 50 % par les agences de notation, répondant ainsi clairement à une logique défensive de protection du *rating* pour certains émetteurs.

Dans ce contexte, Orange est parvenu à lever début février 2014 pour environ 2,8 milliards d'euros de titres super subordonnés à durée indéterminée (TSSDI) en trois tranches (deux en euros et une en livre sterling) lui permettant de renforcer la structure de son bilan à un coût de 4,9 % par an, en ligne avec le coût moyen de sa dette obligataire.

Les investisseurs avaient exprimé un très fort intérêt pour cette émission malgré un contexte de marché chahuté au moment de l'émission. Cette dernière était, en effet, intervenue quelques jours après la dégradation d'un cran de sa note LT par Moody's et la dégradation de sa perspective à négative par S&P.

Au printemps, c'est Suez Environnement qui émettait 500 millions d'euros de TSSDI lui permettant de financer à hauteur de 300 millions d'euros le rachat des précédents TSSDI (émis en 2010) à un taux fixe de 3 % pendant six ans puis révisable sur la base du taux *swap* cinq ans augmenté d'une marge à 2,253 %. À la même époque de l'année, GDF Suez sollicitait à son tour le marché de la dette subordonnée pour un montant de deux milliards d'euros répartis en deux tranches d'un milliard d'euros chacune.

S'agissant des émetteurs bancaires et assurances, les émissions de dette hybride ont également été significatives au cours de l'année 2014. Crédit Agricole SA a réalisé trois émissions (janvier, avril et octobre) correspondant à des obligations super-subordonnées à durée indéterminée de catégorie *Additional Tier 1* (voir point 4.a. ci-après). Au printemps 2014, c'était au tour de BPCE et BFCM d'émettre des titres subordonnés *Tier 2* pour des montants respectifs de 750 millions d'euros (au taux de 5,250 % à 15 ans) et d'un milliard d'euros (au taux de 3 % à 10 ans). Parmi les assureurs, Groupama a également profité du contexte de marché porteur pour émettre à cette

même époque 1,1 milliard d'euros de TSSDI lui permettant de renforcer ses fonds propres et augmenter la maturité de sa dette tout en procédant simultanément à une offre d'échange sur d'anciens titres subordonnés de 2005 et 2007.

#### 4. Les innovations de l'année 2014

##### a. Les *green bonds* (ou obligations vertes)

L'AMF a suivi l'essor de ce segment de marché dont l'intérêt pour les émetteurs est de leur permettre d'accroître leur visibilité et leur base d'investisseurs dans un contexte où ces derniers sont de plus en plus attirés par l'investissement socialement responsable. En dépit de contours de marché encore flous, les *green bonds* peuvent se définir comme des obligations dont l'encours est alloué au financement de projets environnementaux. Les critères permettant de qualifier si un projet est ou non « environnemental » sont à la discrétion de l'émetteur et les modalités des processus de contrôle a posteriori au sujet de la bonne allocation des fonds en sont encore au stade des prémices.

Les émissions de *green bonds*, réalisées en 2014 par les *corporate* français ont été concentrées sur le secteur des *utilities* à l'instar d'EDF et de GDF Suez ainsi que par des collectivités locales. Ces émissions ont été réalisées à travers des tirages dans le cadre de leur programme EMTN. L'AMF s'assure à ce titre que les conditions définitives soient bien complétées par l'émetteur en cohérence avec les caractéristiques de ces obligations et que le but de l'émission soit détaillé.

En mai, GDF Suez a émis 2,5 milliards euros de *green bonds* en deux tranches avec des maturités de six et douze ans et des taux respectifs de 1,375 % et 2,375 %.

Dans un contexte d'intérêt grandissant des investisseurs et d'une l'organisation qui se met en place pour structurer ce segment de marché, il est probable que son essor se poursuive en 2015 à un rythme soutenu. Les services de l'AMF resteront attentifs, au niveau du marché primaire, à la transparence de l'information donnée aux investisseurs à l'occasion des émissions et, au niveau du marché secondaire, au suivi de la cotation de ces obligations.

1  
2  
3  
4  
5  
6

## b. Les CoCos (ou *Contingent Convertibles instruments*)

Ces nouveaux instruments hybrides, dès lors que les fonds propres de la banque émettrice descendent en dessous d'un certain seuil (*trigger*) défini à l'avance et établi sur la base du ratio *Core tier one* de la banque, peuvent :

- soit être automatiquement convertis en actions ;
- soit intégrer un mécanisme d'absorption des pertes par réduction du nominal (*write down*), accompagné d'un retour à meilleure fortune par restauration du nominal (*write-up*), celle-ci pouvant être temporaire ou définitive.

Ces nouveaux instruments sont comptabilisés en capital d'un point de vue prudentiel et considérés juridiquement comme des instruments de dette.

À ces caractéristiques générales peut s'ajouter pour une certaine catégorie de ces CoCos dits « *additional Tier One* » ou « AT1 » un mécanisme de suspension des coupons pouvant aller jusqu'à l'annulation. Il est à noter que cette suspension de coupon peut elle-même :

- être réalisée par l'émetteur à tout moment et de façon discrétionnaire si aucune option de remboursement anticipé n'est activée ;
- être mise en place à la demande du régulateur ;
- être obligatoire si le montant des intérêts excède soit les éléments distribuables de la banque, soit le MMD (montant maximal distribuable au sens de la directive Adéquation des fonds propres (CRD4) calculé en fonction de la rentabilité de la banque.

Enfin, les CoCos peuvent être des instruments perpétuels ou avoir une maturité définie pour les instruments de catégorie *Tier 2*. Il a donc une très grande hétérogénéité de ces produits qui entraîne une réelle difficulté à appréhender les risques qui y sont attachés ainsi qu'à les valoriser y compris pour des investisseurs institutionnels.

À l'instar de grandes banques européennes comme Santander ou Unicredit, Crédit Agricole SA est la banque française ayant le plus recouru en 2014 à ces

émissions de dette contingente de catégorie AT1. Elle a, en effet, procédé à trois émissions (deux en dollar et une segmentée en deux tranches euro et livre sterling) pour des montants par émission de l'ordre de 1,5 milliard d'euros et des taux compris entre 6,5% et 7,875%.

Face au développement de ce type de produits, les autorités européennes<sup>11</sup> ont mis en garde les investisseurs particuliers contre les risques et la complexité de ces produits et publié deux avertissements au cours de l'été 2014.

À ce jour, l'AMF rappelle qu'elle n'a visé aucun prospectus d'émission de CoCos de catégorie AT1 à destination des particuliers.

## C. LES OFFRES PUBLIQUES

### 1. Les dérogations au dépôt obligatoire d'un projet d'offre publique

En 2014, l'AMF a rendu 27 décisions de dérogation à l'obligation de dépôt d'un projet d'offre publique, dont 17 en application des seuls articles 234-9, 6° (« *détention de la majorité des droits de vote de la société par le demandeur ou par un tiers, agissant seul ou de concert* ») et/ou 7° du règlement général (« *opération de reclassement, ou s'analysant comme un reclassement, entre sociétés ou personnes appartenant à un même groupe* »).

7 décisions relatives à des examens menés en application de l'article 234-7 du règlement général (examen des conséquences de la mise en concert) et 4 décisions relatives à l'article 236-6 du règlement général (mise en œuvre d'une offre publique de retrait) ont par ailleurs été rendues.

11. L'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA), l'Autorité européenne bancaire (EBA) et l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (EIOPA).

Type de décisions	2010	2011	2012	2013	2014
Décisions de dérogation	25	23	25	27	27
Examens concert art. 234-7	4	6	10	7	7
Examens art. 236-6	1	2	4	4	4



## 2. Les offres publiques

En 2014, 38 décisions de conformité ont été prises par l'AMF portant sur des offres publiques ouvertes dans l'année, soit un niveau proche de 2013 (42 décisions).

Offres publiques ouvertes dans l'année sous revue	2011	2012	2013	2014
Offres relevant de la procédure normale	11	3	9	10
Offres relevant de la procédure simplifiée	27	23	22	14
Offres publiques de retrait	1	1	1	4
Offres publiques de retrait suivies d'un retrait obligatoire	9	9	5	6
Offres publiques de rachat	4	5	5	4
Garanties de cours	1	n/a	n/a	n/a
Retraits obligatoires avec conformité	2	0	0	0
Retraits obligatoires sans conformité	15	16	10	10
<b>TOTAL (hors retraits obligatoires sans conformité)</b>	<b>55</b>	<b>41</b>	<b>42</b>	<b>38</b>

Note : Ne sont pas comptabilisées : les offres ayant fait l'objet d'une renonciation par l'initiateur avant leur ouverture et les offres devenues caduques avant leur ouverture (en 2011 : l'OPRA de Électricité et Eaux de Madagascar). Sont comptabilisées : les offres ayant fait l'objet d'une renonciation par l'initiateur après leur ouverture (en 2014 : l'OPA visant Tour Eiffel initiée par la société Eurobail<sup>12</sup>).

Le nombre d'offres publiques s'inscrivant dans le contexte d'une prise de contrôle (au sens d'une détention supérieure à 50 % du capital et des droits de vote de la société visée) était de 16<sup>13</sup> en 2014 (20 en 2013), parmi lesquelles on relève 8 changements de contrôle préalables à une offre publique obligatoire et 8 changements de contrôle consécutifs à une offre publique relevant de la procédure normale.

12. La société Gaillon Invest a renoncé, le 14 août 2014, à son offre publique d'achat visant Club Méditerranée, laquelle était ouverte depuis le 17 juillet 2013 et comptabilisée à ce titre sur l'exercice 2013. En outre, les différentes surenchères déposées en 2014 par Global Resorts SAS d'une part, et le groupe Fosun d'autre part, visant Club Méditerranée ne sont pas comptabilisées au titre des offres publiques ouvertes dans l'année (seules le sont les deux offres publiques « initiales » déposées par Global Resorts SAS d'une part, et le groupe Fosun d'autre part et déclarées conformes en 2014).

13. Offres de prise de contrôle : les offres de procédure normale ayant entraîné un changement de contrôle et les offres de procédure simplifiée faisant suite à l'acquisition d'un bloc de contrôle.

Le nombre d'offres relevant de la procédure normale est relativement stable : 10 (9 en 2013), toutefois aucune ne concerne une société cotée sur Alternext (contre 2 en 2013). Parmi les offres de procédure normale intervenues en 2014, 3 ont été déposées de façon non sollicitée (aucune en 2013).

Comparativement à l'année 2013, 2014 est marquée par une forte diminution du nombre d'offres relevant de la procédure simplifiée : 14 (contre 22 en 2013).

Le nombre de sorties de cote à l'issue d'une offre publique est relativement stable par rapport à 2013 : 16 au total (15 en 2013) (dont 6 à l'issue d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (OPR-RO) et 10 dans le cadre d'un retrait obligatoire à l'issue d'une offre).

Les offres publiques visant des sociétés cotées sur Alternext sont en forte diminution : le nombre d'offres s'élève en effet à 4 (contre 12 offres en 2013). Parmi elles, 1 est une offre volontaire (« offre de fermeture »), 2 sont des OPR-RO, et 1 est une offre publique de rachat d'actions (OPRA).

## a. Les offres publiques visant Club Méditerranée

### • Chronologie et contexte des différentes offres publiques en présence depuis 2013

L'offre publique d'achat déposée le 30 mai 2013 par la société Gaillon Invest (co-contrôlée au plus haut niveau par des fonds gérés par Axa et par M. Guo Guangchang, lequel contrôle le groupe Fosun)<sup>14</sup> au prix de 17 euros par action et 19,23 euros (coupon attaché) par obligations convertibles en actions nouvelles ou existantes (OCEANE), puis modifiée le 26 juin 2013 au prix de 17,50 euros par action et 19,79 euros par OCEANE a été déclarée conforme par l'Autorité des marchés financiers le 15 juillet 2013 et ouverte initialement du 17 juillet au 30 août 2013 inclus<sup>15</sup>.

Les 24 et 26 juillet 2013 des actionnaires minoritaires ont déposé devant la Cour d'appel de Paris deux recours aux fins notamment d'obtenir l'annulation de la décision de conformité de l'offre, ainsi que des demandes de sursis à exécution de ladite décision. L'offre publique a été prorogée dans l'attente de l'ordonnance du Premier président de la Cour d'appel de Paris sur ces demandes.

Par ordonnance du 23 août 2013, les demandes de sursis à exécution contre la décision de conformité précitée ont été rejetées, l'AMF ayant prorogé la date de clôture de l'offre publique, de façon que la clôture de l'offre n'intervienne que huit jours au moins après le prononcé de l'arrêt de la Cour statuant sur les recours en annulation.

Par arrêt du 29 avril 2014, la Cour d'appel de Paris a rejeté les recours formés à l'encontre de la décision de conformité de l'offre publique visant Club Méditerranée<sup>16</sup>. La date de clôture de l'offre a été fixée au 23 mai 2014.

Le 23 mai 2014, à la suite des interventions de la société Strategic Holdings sur le marché des titres Club Méditerranée, des déclarations d'intention faites par cette dernière et des déclarations reprises par la presse le 22 mai 2014, selon lesquelles Strategic

Holdings, agissant seule ou de concert, pourrait déposer un projet d'offre publique visant Club Méditerranée, l'Autorité des marchés financiers a fait connaître, qu'en application des dispositions de l'article 223-32 du règlement général, elle avait demandé à Strategic Holdings et à toute personne agissant de concert avec elle ainsi qu'à toute personne ayant un lien quelconque d'affiliation de publier, au plus tard lundi 26 mai 2014 à 18 heures, un communiqué afin d'informer le public de leurs intentions. L'AMF a également décidé de proroger du 23 mai au 6 juin 2014 la date de clôture de l'offre publique.

Le 26 mai 2014, Investindustrial Development a publié un communiqué, dans lequel elle indiquait notamment avoir décidé d'engager les moyens nécessaires au lancement d'une éventuelle offre publique sur Club Méditerranée.

Le même jour, Strategic Holdings a diffusé aussi un communiqué dans lequel cette dernière pourrait ainsi envisager de s'associer à Investindustrial en tant qu'actionnaire minoritaire dans une société d'acquisition qui pourrait être mise en place par Investindustrial et dans une telle hypothèse, agir de concert avec Investindustrial.

Ce dispositif de gestion des rumeurs d'offres publiques (*put up* ou *shut up*), qui a été institué par la loi du 31 mars 2006, a été, pour la première fois, mis en œuvre alors qu'une offre publique était déjà en cours<sup>17</sup>. La conjugaison des interventions importantes de Strategic Holdings à des prix significativement supérieurs au prix de l'offre de Gaillon Invest et les déclarations publiques donnaient des motifs raisonnables de penser qu'une offre publique se préparait, et qu'une clarification était nécessaire dans la mesure où parallèlement une offre publique était en cours (et était sur le point d'être clôturée).

Dans ce contexte, le 27 mai 2014, l'AMF a prorogé l'offre visant Club Méditerranée et a fixé, conformément à l'article 223-33 du règlement général, au 30 juin 2014, à 18 heures, la date limite à laquelle Investindustrial Development devait, seule ou de concert, déposer un projet d'offre publique visant Club Méditerranée. À défaut du respect de cette échéance, Investindustrial, sauf à justifier de modifications importantes dans l'en-

14. Le concert détenait notamment à cette date 19,33 % du capital de Club Méditerranée (dont 9,37 % pour Axa, et 9,96 % pour le groupe Fosun).

15. Cf. notamment Rapport annuel 2013 de l'Autorité des marchés financiers, page 102.

16. Cf. arrêt de la Cour d'appel de Paris du 29 avril 2014, se référer page 97 du présent rapport.

17. Jusqu'alors, l'AMF y avait eu recours à quatre reprises (dossiers Technip et Euro Disney en 2006, Suez en 2007, et Zodiac en 2010).



vironnement, la situation ou l'actionnariat de Club Méditerranée, n'aurait pu procéder au dépôt d'un projet d'offre avant l'expiration d'un délai de 6 mois.

C'est ainsi que Global Resorts SAS, agissant notamment de concert avec Strategic Holdings, a déposé, le 30 juin 2014 à 16 heures, son projet d'offre publique d'achat visant Club Méditerranée<sup>18</sup> au prix de 21 euros par action, et 22,41 euros (coupon attaché) par OCEANE. Au vu notamment des conditions financières de ce projet d'offre, l'AMF a considéré qu'elles lui conféraient le caractère d'offre concurrente par rapport à l'offre de Gaillon Invest déclarée conforme le 15 juillet 2013 et a déclaré conforme le projet d'offre de Global Resorts le 12 août 2014. En conséquence, cette offre a été ouverte du 18 août au 19 septembre 2014 inclus et Gaillon Invest a renoncé à son offre.

Le 12 septembre 2014, les sociétés Gaillon Invest II et Fidelidade, contrôlées<sup>19</sup> au plus haut niveau par M. Guo Guangchang (« Fosun »), ont déposé un deuxième projet d'offre publique d'achat concurrent au prix de 22 euros par action, et 23,23 euros par OCEANE. Cette offre a été déclarée conforme par l'AMF le 14 octobre 2014. La date de clôture de l'offre initiée par Global Resorts SAS, a dès lors été reportée en application de l'article 231-34 du règlement général compte tenu du dépôt de ce projet d'offre concurrent.

---

18. Les membres du concert détenaient alors 10,56% du capital de Club Méditerranée (actions résultant de l'acquisition d'actions par Strategic Holdings entre le 12 mars et le 22 mai 2014 à des prix unitaires compris entre 17,46 euros et 19,13 euros).

19. Le groupe Fosun détenait alors 18,29% du capital, par suite notamment de l'acquisition des 2982352 actions Club Méditerranée détenues par la société ACF II Investment SARL (détention « Axa ») au prix unitaire de 22 euros.

Le 16 octobre 2014, l'AMF a fait connaître que l'offre de Gaillon Invest II et Fidelidade serait ouverte le 17 octobre 2014 et que la clôture, d'une part, de l'offre de Gaillon Invest II et Fidelidade et d'autre part, de l'offre de Global Resorts SAS (cette dernière étant ouverte depuis le 18 août 2014) interviendraient le 20 novembre 2014 (alignement des dates de clôture des offres publiques concurrentes en présence).

Le 11 novembre 2014, Global Resorts SAS a acquis 2 164 242 actions Club Méditerranée, soit environ 6% du capital de cette société, au prix unitaire de 23 euros, portant alors sa détention globale à 15,93% du capital<sup>20</sup>. Global Resorts SAS s'est ainsi trouvée en situation de relèvement automatique des termes de son offre (cas de « surenchère automatique ») prévue aux articles 231-39 I et 232-9 du règlement général. Par conséquent, le prix de son offre a été relevé à 23 euros par action. Le prix auquel les OCEANE étaient visées demeurait pour sa part inchangé, étant précisé que les porteurs de ces titres pouvaient les convertir sur la base du ratio de conversion alors en vigueur, soit 1,065 action pour une OCEANE, ce qui induisait un prix par transparence de 24,49 euros par OCEANE.

Dans sa séance du 13 novembre 2014, l'AMF a décidé de faire application des dispositions de l'article 231-34 du règlement général en reportant la date de clôture des offres publiques en présence. En outre, l'Autorité, constatant que plus de dix semaines s'étaient écoulées depuis l'ouverture des offres en présence, a aussi décidé de faire application des dispositions de l'article 232-12 du règlement général en vue d'accélérer la confrontation des offres dans le respect de leur alter-

---

20. Par suite de l'acquisition par Global Resorts SAS de 1 064 688 actions supplémentaires, le 13 novembre 2014, au prix unitaire de 23 euros, la détention de Global Resorts (agissant de concert) a été portée à 18,89% du capital de Club Méditerranée.

nance (c'est-à-dire que chaque compétiteur surenchérit, le cas échéant, à tour de rôle par rapport à la dernière surenchère déposée).

Dans ce cadre, l'AMF a fixé au 1<sup>er</sup> décembre 2014 à 18 heures, le délai limite au terme duquel Gaillon Invest II et Fidelidade agissant de concert pourraient déposer une surenchère par rapport à l'offre initiée par Global Resorts SAS telle que modifiée le 11 novembre 2014, la clôture des offres en présence étant fixée à l'issue du dispositif d'accélération de la confrontation des offres publiques mis en œuvre.

Le 1<sup>er</sup> décembre 2014, Gaillon Invest II et Fidelidade ont déposé un projet d'offre en surenchère au prix de 23,50 euros par action, et 24,82 euros par OCEANE. En application de l'article 232-12 du règlement général, l'AMF a fixé au 17 décembre 2014 à 18 heures, le délai limite au terme duquel Global Resorts SAS, pourrait déposer une surenchère par rapport à l'offre initiée par Gaillon Invest II et Fidelidade agissant de concert telle que modifiée le 1<sup>er</sup> décembre 2014.

Le 5 décembre 2014, Global Resorts SAS a déposé un projet d'offre en surenchère au prix de 24 euros par action, et 25,35 euros par OCEANE. En application de l'article 232-12 du règlement général, l'AMF a fixé au 19 décembre 2014 à 18 heures, le délai limite au terme duquel Gaillon Invest II et Fidelidade agissant de concert pourraient déposer une surenchère par rapport à l'offre initiée par Global Resorts SAS telle que modifiée le 5 décembre 2014.

Le 18 décembre 2014, l'AMF a décidé la poursuite de l'application des dispositions de l'article 232-12 du règlement général et a fixé au 7 janvier 2015 à 18 heures, le délai limite au terme duquel Global Resorts SAS, pourrait déposer une surenchère par rapport à l'offre initiée par Gaillon Invest II telle que modifiée le 19 décembre 2014. L'Autorité a aussi décidé que le délai pour le dépôt d'éventuelles surenchères ultérieures serait ramené à 7 jours de négociation à compter du dépôt effectif d'une surenchère, lequel délai serait appliqué à compter du 7 janvier 2015.

Le 19 décembre 2014, Gaillon Invest II a déposé<sup>21</sup>, un projet d'offre en surenchère au prix de 24,60 euros par action et 25,98 euros par OCEANE.

Le 2 janvier 2015, Global Resorts SAS a annoncé qu'elle ne surenchérait pas et qu'elle avait dès lors l'intention de renoncer à son offre publique conformément à la réglementation.

Dans ce contexte, l'AMF a, le 22 janvier 2015, déclaré conforme la dernière surenchère initiée par Gaillon Invest II et a fixé le calendrier de clôture de l'offre publique au 9 février 2015, ce qui a permis à Global Resorts de renoncer formellement à son offre publique le 22 janvier 2015.

En définitive, Gaillon Invest II est venue à détenir à la clôture de son offre publique 98,29 % du capital et au moins 96,40 % des droits de vote.

#### • Les enseignements des opérations de prise de contrôle de Club Méditerranée

Plusieurs enseignements sont à retenir de cette offre publique.

Si entre le dépôt de l'offre initiale initiée par Gaillon Invest, le 30 mai 2013, et la clôture de l'offre en surenchère de Gaillon Invest II intervenue le 10 mars 2015, la période d'offre s'est étendue sur plus de vingt et un mois, ce qui constitue un record, la compétition boursière entre les deux protagonistes a occupé un intervalle de temps nettement plus resserré (approximativement entre avril et décembre 2014, soit huit mois). Cela s'explique notamment par la durée de l'instance devant la Cour d'appel de Paris relative aux recours en annulation de la décision de conformité de l'offre initiale. À cet égard, au-delà des griefs formulés par ces recours, notamment sur la structuration de l'opération et l'indépendance de l'expert indépendant<sup>22</sup>, c'est la question du prix qui était posée, quand bien même on se situait dans le cadre d'une offre volontaire de prise de contrôle.

S'agissant des circonstances dans lesquelles la société Strategic Holdings a acquis des titres Club Méditerranée, de telles acquisitions sont permises,

---

21. Dans le cadre de cette surenchère, Gaillon Invest Invest II était le seul initiateur de l'offre (la société Fidelidade devant investir directement au niveau de Holding Gaillon II n'agissait donc plus en tant que co-initiateur de l'offre).

22. Cf. arrêt de la Cour d'appel de Paris du 29 avril 2014, page 97.

dans la limite de 30 % du capital et des droits de vote de la cible, par le règlement général et la jurisprudence, pour autant que ces acquisitions effectuées pendant le déroulement d'une offre publique visent des objectifs compatibles avec ceux des autres intervenants et ne placent pas l'acquéreur de fait dans une situation de compétition (Paris, 1<sup>re</sup> chambre, 20 nov. 1991). Or, les déclarations de Strategic Holdings, selon lesquelles celle-ci pourrait déposer un projet d'offre publique, nécessitaient une clarification immédiate alors que l'offre publique de Gaillon Invest était sur le point d'être clôturée. Cela explique pourquoi, le dispositif dit « anti rumeur » a été appliqué au cas d'espèce.

S'agissant de la « surenchère automatique », résultant des acquisitions faites par Global Resorts le 11 novembre 2014, ce dispositif est d'application rare, puisque sa dernière occurrence datait de 2002 dans le cadre de la bataille boursière sur Européenne de Casinos. Elle permet à un initiateur de se placer de fait directement en surenchère par la seule modification du prix de son offre réalisée par acquisitions directes de titres, lorsque celles-ci sont permises par le règlement général. À cet égard, il est à noter que les accords conclus avec les vendeurs prévoyaient que, dans un certain nombre d'hypothèses, notamment en cas de surenchère, Global Resorts paierait à ceux-ci la différence de prix entre cette surenchère ultime et le prix de cession de 23 euros.

Une telle structure de transaction, notamment dans le cadre d'une bataille boursière, peut poser question dans la mesure où, du point de vue des offres publiques en présence, elle est ni une cession à des conditions définitives telle qu'elle aurait été réalisée sur le marché (le cédant bien qu'ayant cédé ses titres ayant la possibilité de percevoir auprès du cessionnaire l'accroissement de valeur de ses titres cédés par le jeu des surenchères en présence), ni un engagement d'apport révocable à l'offre de Global Resorts, les titres ayant été déjà transférés au profit de cette dernière. Ces accords pourraient, par analogie, être qualifiés d'engagements d'apport irrévocables à une offre publique, lesquels sont prohibés par les principes gouvernant les offres publiques (notamment ceux qui sont visés à l'article 231-3 du règlement général). Toutefois, on soulignera que lesdits accords portaient au total sur environ 9 % du capital de Club Méditerranée et permettaient à Global Resorts de se retrouver pratiquement à parité avec Gaillon Invest II au capital de Club Méditerranée.

Enfin, en ce qui concerne le dispositif relatif à l'accélération de la confrontation des offres publiques en présence, celui-ci se décline selon deux modalités, soit un dispositif qui respecte l'alternance des offres en compétition (article 232-12 du règlement général), soit un dispositif de dernière enchère (article 232-13 du règlement général) ; en tout état de cause quel que soit le dispositif retenu, les surenchères sont déposées auprès de l'Autorité et ne peuvent résulter d'une acquisition directe.

C'est le premier dispositif qui a été retenu par l'AMF : celui-ci paraît plus adapté dans le cadre d'une compétition boursière, où le libre jeu des offres et des surenchères prévaut, et par lequel, *in fine*, les offres en présence auront des caractéristiques financières suffisamment différentes pour les départager. En revanche s'agissant du dispositif de dernière enchère, on ne peut exclure que les dernières enchères en présence soient financièrement parlant très proches, de telle sorte qu'*in fine* aucun des compétiteurs n'atteindrait le seuil de caducité imposé par la réglementation.

L'application de l'article 232-12 du règlement général a amené l'AMF à ne prononcer formellement la conformité que sur la dernière enchère déposée afin de ne pas vider de sa substance les dispositions de cet article qui visent à accélérer significativement la confrontation des offres publiques en présence.

## **b. Le rôle de l'expert indépendant dans le cadre d'une offre publique**

L'article 261-1 du règlement général prévoit deux cas dans lesquels une attestation d'équité d'un expert indépendant est requise pour que l'AMF puisse déclarer conforme un projet d'offre publique :

- une situation de conflit d'intérêts, et
- l'intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire lorsque la société est contrôlée avant le dépôt du projet d'offre publique.

Dans ces deux cas, mais de manière encore plus évidente dans la perspective d'un retrait obligatoire, le rôle de l'expert indépendant est de garantir que les intérêts des actionnaires et porteurs de titres minoritaires soient préservés dans le cadre de l'opération envisagée. Il doit remplir ce rôle à travers l'appréciation de l'équité des prix ou contrevaleurs proposés par l'offre publique tant en ce qui concerne les conditions financières que les accords conclus dans le cadre de l'opération considérée.

1

2

3

4

5

6

Ainsi, au cours de l'année 2014, 38 attestations d'équité d'expert indépendant ont été requises et fournies dans le cadre d'une offre publique. L'AMF rappelle qu'elle est attachée à la qualité de ces rapports.

L'expert doit notamment procéder à une analyse détaillée et commentée de l'ensemble des accords connexes à l'offre (contrats d'acquisitions, protocole d'accord entre société cible et initiateur, pacte d'actionnaires, promesses d'achats et de ventes, accords avec les dirigeants de la société cible, contrats de travail des dirigeants, etc.). L'objectif principal de cette analyse est de lui permettre d'identifier toute disposition ou mécanisme qui pourrait faire apparaître un prix, une contrevaletur ou contrepartie différent de celui ou celle proposé dans le cadre de l'offre, puis de pousser son analyse afin d'établir la comparabilité des prix et références ainsi extériorisés.

À titre d'exemple, une promesse d'achat consentie par un initiateur à un actionnaire en parallèle de l'offre, exerçable dans une période de temps proche de l'offre qui cristalliserait (par référence directe à un prix ou par application d'une méthode de calcul sur les agrégats pertinents) un prix supérieur à celui de l'offre devrait conduire l'expert à recommander à l'initiateur de relever le prix de son offre au niveau de cette référence, ou à tout le moins de produire un argumentaire solide et détaillé justifiant la mise de côté de cette référence.

Dans cette perspective, l'expert devrait également replacer dans leur contexte les références aux transactions ou opérations récentes sur le capital de la société cible. La nature des opérations (par exemple apport en nature contre transaction en numéraire), le nombre de titres concernés et l'objectif poursuivi dans la transaction (programme de rachat de la société cible contre rachat de bloc par l'initiateur) peuvent, en effet, avoir une influence significative sur la pertinence de la référence. Dans l'exemple de l'apport en nature, on relèvera tout d'abord que l'appréciation de la valorisation des apports par le commissaire aux apports correspond à une démarche de vérification qu'ils ne sont pas surestimés alors que dans le contexte d'une offre il s'agit d'apprécier l'équité du prix. La nature de la contrepartie offerte est aussi un facteur différenciant : entre des titres plus ou moins liquides et du numéraire, une hiérarchisation semble possible. Enfin le nombre de titres sur lesquels porte la transaction doit de manière évidente être pris en compte pour mesurer la pertinence de la référence.

La mise en œuvre de l'analyse multicritère est également essentielle aux travaux de l'expert indépendant. L'évaluation financière répond à certaines règles usuelles qui ne sont ni absolues ni codifiées. La crédibilité des travaux de l'expert repose donc notamment sur sa capacité à procéder à des diligences pertinentes et suffisamment exigeantes pour élaborer ou corroborer un jeu de prévisions financières qui serviront de base à l'évaluation. Elle repose également sur la sélection des méthodes adaptées au secteur et à la taille de la société cible ainsi que la détermination, pour les mettre en œuvre, d'hypothèses dûment justifiées et cohérentes entre elles.

Concernant les prévisions financières, l'expert indépendant peut s'appuyer sur le plan d'affaires ou le budget élaboré par le management de la société cible lorsqu'il existe. Il convient cependant qu'il vérifie plusieurs aspects concernant ces prévisions. Il lui faut tout d'abord en comprendre les circonstances d'élaboration, en cherchant notamment à savoir à quelle fréquence ces prévisions sont élaborées ou mises à jour, quelle en est la précision, si plusieurs plans d'affaires coexistent (et leurs objectifs – par exemple plan élaboré pour les tests de dépréciation, en vue d'une négociation de crédit bancaire, en vue d'y asseoir des objectifs managériaux...). Il est également indispensable, en cas d'opération ou d'offre publique récente dans le cadre de laquelle des prévisions ont été utilisées ou extériorisées, de mettre en perspective les prévisions précédentes avec les performances réalisées et le nouveau plan d'affaires. Les différences entre performances historiques et budgets sont une indication intéressante pour appréhender la solidité des prévisions fournies et les évolutions de périmètre doivent aussi être documentées et prises en compte. En tout état de cause, il revient à l'expert d'explicitier dans son rapport quelles hypothèses opérationnelles sous-tendent les prévisions qu'il a retenues, leur source et méthode d'élaboration, les diligences qu'il a menées pour en tester la solidité et son appréciation générale sur leur caractère volontariste ou conservateur.

Concernant la sélection des méthodes d'évaluation mises en œuvre, ces méthodes sont nécessairement à adapter aux spécificités de la société cible. Il est évident, par exemple, que l'évaluation d'une société foncière ne peut s'appuyer sur les mêmes méthodes que celle d'une société spécialisée dans les services informatiques. Certaines méthodes sont particulièrement adaptées à certains secteurs (l'actif net réévalué

pour les sociétés foncières, l'actualisation des dividendes futurs pour les banques, l'actualisation des flux de trésorerie pour les jeunes sociétés à forte croissance, etc.). Certaines méthodes peuvent également être crédibilisées par des éléments de contexte : un nombre important d'acquisitions dans un secteur renforcera la pertinence de la méthode des transactions comparables, un large flottant associé à une forte liquidité fera de l'analyse des cours de bourse une référence centrale et un nombre important de sociétés d'activité et de taille comparable devra privilégier la méthode des comparables boursiers.

En tout état de cause, la mise en œuvre de différentes méthodes doit répondre à un critère d'exigence. Le rapport doit présenter un argumentaire solide justifiant le choix des échantillons. Il peut à ce titre être relevé que le foisonnement des décotes (taille, liquidité, etc.) décrédibilise significativement la sélection des échantillons voire la méthode elle-même. Les hypothèses retenues doivent également être cohérentes entre elles (taux d'actualisation, taux de croissance à l'infini, plan d'affaires, marge normative et horizon du plan) mais aussi avec les autres méthodes (par exemple, les échantillons retenus pour les comparables boursiers et pour le calcul du bêta devraient logiquement être similaires).

Concernant plus spécifiquement la méthode de l'actualisation des flux futurs, on relèvera que, cette méthode étant la plus couramment utilisée, la rigueur de sa mise en œuvre est d'autant plus importante. Il est notamment choquant de voir certains intervenants ajuster des paramètres pour parvenir à ce qui pourrait ressembler à un résultat « prédéterminé », par exemple par l'ajustement de certaines hypothèses dans le calcul du coût moyen pondéré du capital (prime de risque spécifique, etc.), l'abaissement abrupt de la marge normative en année terminale par rapport au plan d'affaires, l'utilisation d'un horizon de prévision très court ou encore un positionnement de la date d'évaluation éloignée de la date de dépôt de l'offre.

Il convient également de souligner que certaines méthodes, notamment en cas de sortie de cote, peuvent constituer des références : l'actif net comptable et l'analyse des cours de bourse, en ce qu'ils permettent de prendre en compte, pour le premier, une approche patrimoniale disponible en lecture directe dans les derniers comptes audités et, pour la seconde, la dernière indication publique de valeur fournie au marché avant l'annonce de l'offre publique.

La rigueur et l'exigence nécessaires à la conduite de ces travaux impliquent la mobilisation de temps et de moyens en adéquation avec le périmètre de la mission, ainsi que des interactions avec le management de la société cible. Une bonne pratique consisterait à expliciter, dans le rapport, les diligences et interactions effectuées, accompagnées du temps consacré à ces différentes étapes. On pourrait également légitimement s'interroger sur la compatibilité de ces standards de qualité lorsque la rémunération de mission est inférieure à 50 000 euros HT (sauf cas particulier). À ce titre, il semble également souhaitable que la société cible soit en mesure de démontrer la rigueur du processus de nomination de l'expert indépendant. En outre, les pratiques consistant à demander à plusieurs experts, mis en concurrence par la banque présentatrice de l'offre ou les conseils de l'initiateur, s'ils sont en mesure d'ores et déjà d'émettre une opinion sur l'équité du prix proposé, avant toute diligence sérieuse et d'accepter, dans ce contexte, les conditions de rémunération proposées, vont à l'encontre des principes devant guider la nomination et les travaux de l'expert indépendant.

Il est enfin rappelé que le règlement général fixe une durée minimum de 15 jours de bourse pour que la mission de l'expert soit menée à bien. Cependant, la poursuite d'une mission, par exemple dans le cadre d'une offre en surenchère, s'entend comme un travail complémentaire, pouvant capitaliser sur les diligences précédemment effectuées, et peut donc nécessiter moins de temps que le délai minimum affecté à la mission initiale. Une modification de l'article 262-1 II du règlement général sera proposée en ce sens.

### 3. Les principaux contentieux

#### a. Les suites des dérogations CS Communication & Systèmes<sup>23</sup>

À l'occasion des deux recours formés à l'encontre des décisions de dérogation au dépôt d'une offre publique d'acquisition en cas de franchissement du seuil de 30 % du capital ou des droits de vote dans le cadre d'une opération de recapitalisation d'une société en difficulté financière avérée prises par l'AMF sur le fondement de l'article 234-9 2° de son règlement général, la Cour d'appel a réaffirmé les conditions d'appréciation de cet article et

23. Cf. Rapport annuel 2013 page 99 pour l'énoncé des faits et la présentation des décisions de dérogation.

le rôle de l'AMF quant à l'appréciation des faits présentés. S'agissant du recours de la société Cira Holding formé à l'encontre de la décision n° 213C1053 accordant une dérogation à la société Duna & Compagnie, MM. Sabeg et Paclot, la Cour a notamment jugé que les événements préalables à leur mise en concert concouraient tous à la préparation de l'opération de recapitalisation qui cristallisait l'action de concert et sans laquelle il n'y aurait pas eu d'action de concert. L'absence de précision sur la date de naissance de l'action de concert était par ailleurs indifférente. La Cour a, en outre, estimé que la critique qui portait sur le fait que la dérogation n'aurait été accordée qu'à M. Sabeg était inopérante, la demande de dérogation ayant été faite par les trois actionnaires.

Concernant le recours de la société Duna & Compagnie à l'encontre de la décision n° 213C1054 octroyant une dérogation à la société Cira Holding, la Cour a notamment jugé que l'AMF avait bien pris en compte le niveau de participation de Cira dans le capital de la société CS Communication pour apprécier si les conditions exigées par l'article 234-9 2° étaient remplies puisque le franchissement potentiel des seuils résultait non seulement de l'exercice des droits préférentiels de souscription attachés aux actions détenues par la société Cira au moment de l'octroi de la dérogation mais également « au-delà », c'est-à-dire implicitement mais nécessairement, par le biais de l'acquisition de droits préférentiels de souscription en complément de sa participation initiale. La Cour a également estimé que le cas de dérogation prévu à l'article 234-9 2° du règlement général de l'AMF imposait seulement au bénéficiaire de la dérogation d'avoir procédé à un apport de fonds dans une société en situation avérée de difficulté financière et dont la continuité de l'exploitation est en péril. Elle a confirmé que la condition exigée par ce texte consiste dans le franchissement effectif du seuil de 30% « *au seul résultat de la souscription à l'augmentation de capital* » et que le rôle de l'AMF se limitait sur le fondement de l'article 234-9 2°, à s'assurer de l'objectif de participation du bénéficiaire à l'augmentation de capital, sans avoir à rechercher s'il est animé d'autres intentions.

## **b. Les suites du projet de fusion-absorption de la société Silic par la société Icade<sup>24</sup>**

Par arrêt du 27 juin 2013, la Cour d'appel de Paris avait rejeté les recours formés à l'encontre de la décision de conformité de l'offre publique d'échange (OPE) visant les titres Silic. Un pourvoi en cassation avait été alors formé contre cet arrêt. La clôture de l'offre est par conséquent intervenue le 12 juillet 2013, puis l'OPE a été réouverte du 22 juillet au 2 août 2013 inclus. À l'issue de cette offre, Icade détenait 93,28% du capital et des droits de vote de Silic. Comme annoncé par un communiqué du 15 octobre 2013, les conseils d'administration d'Icade et Silic, s'étaient réunis le même jour et avaient approuvé les modalités de la fusion-absorption de Silic par Icade. L'AMF, par décision du 28 novembre 2013, avait pu constater qu'il n'y avait pas lieu au dépôt d'une offre publique de retrait (OPR) sur les titres Silic sur le fondement de l'article 236-6 de son règlement général. Un recours en annulation contre la décision de l'Autorité des marchés financiers avait été formé par la Société Mutuelle d'Assurance du Bâtiment et des Travaux publics (SMAvie BTP) devant la Cour d'appel de Paris.

- **Le rejet du pourvoi formé à l'encontre de l'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 27 juin 2013**

La Cour de cassation a rejeté par un arrêt du 25 novembre 2014 le pourvoi formé par la SMAvie BTP à l'encontre de l'arrêt rendu le 27 juin 2013 par la Cour d'appel de Paris qui avait lui-même rejeté les recours formés à l'encontre de la décision de conformité de l'offre publique visant les titres Silic initiée par la société Icade (décision AMF du 24 avril 2012).

- **Le rejet du recours en annulation contre la décision de dérogation au dépôt d'une OPR sur le fondement de l'article 236-6 du règlement général de l'AMF**

Le recours, formé par la société SMAvie BTP à l'encontre de la décision de l'AMF ayant constaté qu'il n'y avait pas lieu une offre publique de retrait (OPR) sur le fondement de l'article 236-6 de son règlement général à l'occasion de la fusion-absorption de la société Silic par Icade, a donné l'occasion à la Cour d'appel de rappeler la légalité des fusions réalisées postérieurement à la mise en œuvre d'une offre publique d'échange (OPE).

---

24. Cf. Rapport annuel 2013 page 103 pour l'énoncé des faits et la présentation des décisions de l'AMF.



La Cour a notamment rappelé que la fusion d'une société cotée (contrôlée à moins de 95 %) ne constitue pas un détournement de la réglementation boursière. Le fait que la fusion intervienne dans la suite d'une OPE qui reste facultative pour les actionnaires (et à laquelle le requérant – la société SMAvie BTP – n'avait pas donné suite), ne constitue pas un tel détournement, faute d'éléments démontrant une fraude ou une intention maligne, ou encore un détournement de la réglementation boursière pour contraindre la société SMAvie BTP à devenir actionnaire de la société Icade et la priver de son investissement dans la société Silic.

La Cour a en outre souligné que la fusion n'entraînait pas en l'espèce de conséquences négatives pour les droits et intérêts des actionnaires minoritaires de la société Silic en ce que la parité de fusion apparaissait équitable. Elle a enfin confirmé que la fusion ne revenait pas à une procédure d'expropriation dans la mesure où les actionnaires minoritaires de la société Silic devenaient par l'effet de l'absorption actionnaires de l'ensemble fusionné et ce sans qu'il soit porté atteinte à leurs intérêts justifiant que soit ordonnée la mise en œuvre d'une offre publique de retrait.

### **c. Les suites de la dérogation accordée à la société Financière Bastide au dépôt d'un projet d'offre publique d'acquisition visant les titres Bastide Le Confort médical**

Par un arrêt du 4 décembre 2014, la Cour d'appel de Paris, saisie d'un recours en annulation de la décision de dérogation au dépôt d'un projet d'offre publique d'acquisition visant les titres de la société Bastide Le Confort Médical en raison du franchissement du seuil de 30 % du capital et des droits de vote par la société Financière Bastide publiée par l'AMF, le 6 février 2014, a rappelé les conditions d'application des dispositions de l'article 234-9 (6°) du règlement général de l'AMF.

Selon la Cour « les dispositions de l'article 234-9 (6°) du règlement général de l'AMF imposent seulement à l'Autorité de vérifier la détention de la majorité des droits de vote de la société par le demandeur ou par un tiers, agissant seul ou de concert ». En l'espèce, la Cour a confirmé l'analyse opérée par le Collège de l'AMF conduisant à l'absence de changement de contrôle de la société Bastide Le Confort Médical.

La Cour a retenu que les membres de la famille Bastide détiennent, directement et indirectement par l'intermédiaire de la société *holding* familiale commune, la Société d'Investissement Bastide (dont ils détiennent la quasi-totalité du capital), 56,20 % du capital et 70,97 % des droits de vote de la société Bastide Le Confort Médical. La Cour a par ailleurs relevé que si le concert familial, qui contrôle la société Bastide Le Confort Médical n'a pas été formalisé, il est néanmoins acquis que l'opération d'apports de titres Société d'Investissement Bastide par MM. Guy et Vincent Bastide, tous deux membres du concert familial, à la société financière Bastide créée à cet effet, est sans répercussion sur l'actionnariat de la société Bastide Le Confort Médical et n'a d'incidence que sur l'actionnariat de la société *holding* familiale commune, la Société d'Investissement Bastide.

Or, comme l'a rappelé la Cour d'appel, l'appréciation du changement de contrôle ou non au regard de dispositions de l'article 234-9 (6°) du règlement général de l'AMF se posait seulement au niveau de la société Bastide Le Confort Médical et dès lors il convenait de déterminer s'il existait ou non, au sein du concert familial, au jour de la demande de dérogation, un sous-concert de fait prédominant.

Il a pu être constaté que si aucun actionnaire ne contrôlait seul la société d'Investissement Bastide, il n'en demeurerait pas moins que MM. Guy et Vincent Bastide, qui en sont les actionnaires principaux, détiennent la majorité du capital et des droits de vote de cette société et qu'ils étaient les seuls membres du groupe familial à exercer des fonctions opérationnelles au sein du groupe. La Cour a en outre conforté l'analyse faite par le Collège de l'AMF en relevant que M. Guy Bastide, en sa qualité de représentant de la Société d'Investissement Bastide, exerce les droits de vote attachés aux actions Bastide Le Confort Médical détenues par la Société d'Investissement Bastide, soit plus de 50 % des droits de vote de la société Bastide Le Confort Médical, dans le sens des décisions prises au sein de la Société d'Investissement Bastide pour lesquelles MM. Guy et Vincent Bastide sont en mesure de faire prévaloir leurs positions depuis 2007, de sorte qu'il est ainsi établi que ces derniers déterminent conjointement, en fait, la politique menée par la Société d'Investissement Bastide notamment vis-à-vis de sa filiale Bastide Le Confort Médical.



Forte de ce constat, la Cour d'appel a donc considéré, tout comme le Collège de l'AMF, que l'opération envisagée ne constituait rien d'autre que le passage d'une situation de contrôle par le concert de la Société d'Investissement Bastide – et par transparence de la société Bastide Le Confort Médical – à un contrôle de droit par la société Financière Bastide.

La Cour d'appel a considéré en conséquence que l'opération envisagée s'analysait non pas comme une prise de contrôle de la société *holding* détentrice de la société Bastide Le Confort Médical, mais comme une simple interposition de la Société Finance Bastide dans la chaîne de détention n'entraînant pas un changement de contrôle pour les actionnaires finals de la société Bastide Le Confort Médical. La Cour d'appel a donc conclu que les conditions d'octroi à la dérogation au dépôt d'une offre publique d'acquisition mentionnées à l'article 234-9 (6°) du règlement général de l'AMF étaient réunies.

Cet arrêt fait l'objet d'un pourvoi en cassation déposé le 20 janvier 2015.

#### **d. L'offre publique d'achat sur les titres de la société Tour Eiffel**

Dans le cadre de la bataille boursière que se sont livrés d'une part M. Chuc Hoang et les sociétés qu'il contrôle, Maison d'Investissement MI 29 Eurobail et Foncière Wilson, actionnaires ensemble à hauteur de 29,5 % du capital de la société Tour Eiffel, et, d'autre part, la société Mutuelle d'Assurance du Bâtiment et des travaux publics (SMAvie BTP) qui ne détenait aucune action Tour Eiffel, pour la prise de contrôle de la société Tour Eiffel, le Premier président de la Cour d'appel de Paris a rendu, pour chacune des requêtes de sursis à exécution des décisions de conformité de l'offre publique d'achat visant les actions Tour Eiffel déposée par SMAvie BTP et de sa surenchère dont il avait été saisi, une ordonnance de rejet.

Par ordonnances en date du 10 avril et du 11 juin 2014, le Premier président de la Cour d'appel de Paris a considéré, en effet, qu'il n'y avait pas lieu de surseoir à l'exécution des décisions de conformité de l'offre publique d'achat visant les actions Tour Eiffel et de sa surenchère déposées toutes deux par la société SMAvie BTP au motif que M. Chuc Hoang et les sociétés qu'il contrôle n'établissaient pas la preuve des conséquences manifestement excessives que l'exécution des décisions de l'AMF aurait pour eux et qu'ils ne pouvaient alors soutenir être privés d'un recours effectif si cette exécution était poursuivie.

Dans son ordonnance du 10 avril 2014, le Premier président a considéré notamment que les restitutions d'actions et de prix qu'entraînerait l'annulation sollicitée au fond, seraient facilitées par la centralisation des ordres prévue à l'article 232-1 et suivant du règlement général de l'AMF, résultant de l'existence d'un seuil de renonciation et de l'enregistrement des ordres d'apport qui en résulte, lequel permet de garder une trace nominative des actionnaires ayant apporté à l'offre.

Dans son ordonnance du 11 juin 2014, le Premier président, après avoir rappelé que le dénouement de l'offre « en sens inverse » était tout à fait possible, grâce à la traçabilité informatique des opérations qui garantit techniquement et juridiquement leur réversibilité, a considéré que l'entrée d'un nouvel actionnaire dans le capital d'une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, et de ce fait librement négociables, est un aléa inhérent à ce type de société, de sorte qu'avoir la société SMAvie BTP comme co-actionnaire ne saurait causer aux requérants un préjudice personnel irréparable et irréversible.

Dans le cadre de ces demandes de sursis à exécution, l'AMF n'a pas pris l'engagement de proroger la durée de l'offre d'au moins huit jours après le prononcé de l'arrêt du fond par la Cour d'appel, de sorte que ces demandes seraient devenues sans objet, considérant qu'en l'espèce, le moyen invoqué au fond par les requérants selon lequel le dépôt d'une offre publique d'acquisition serait contraire à l'objet social d'une société d'Assurances était, selon toute vraisemblance, inopérant.

**e. L'offre publique d'achat sur les titres de la société Club Méditerranée déposée le 30 mai 2013 par la société par actions simplifiée Gaillon Invest**

Par un arrêt du 29 avril 2014, la Cour d'appel de Paris a rejeté les recours en annulation formés les 24 et 26 juillet 2013 à l'encontre des décisions de conformité et de visa publiées par l'AMF, le 16 juillet 2013, relatives à l'offre publique d'achat visant les actions et OCEANE émises par la société Club Méditerranée et initiée par la société Gaillon Invest (co-contrôlée au plus haut niveau par des fonds gérés par Axa et par M. Guo Guangchang, lequel contrôle le groupe Fosun).

La Cour d'appel a tout d'abord confirmé sa jurisprudence selon laquelle l'AMF n'a aucune obligation de communiquer aux requérants le dossier au vu duquel son Collège s'est prononcé, cette absence de communication n'étant pas de nature à porter atteinte aux droits de la défense.

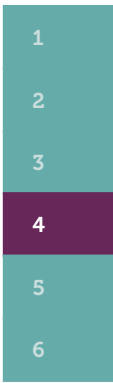
Sur le fond, la Cour d'appel a suivi l'analyse faite par l'AMF quant aux conditions d'application des dispositions de l'article 261-4 de son règlement général précisées par l'instruction n° 2006-08 relatives à l'indépendance de l'expert dans l'exercice de sa mission.

L'article 261-4 du règlement général de l'AMF pose, en son I, le principe selon lequel l'expert indépendant ne doit pas être en situation de conflit d'intérêts avec les personnes concernées par l'offre ou l'opération et leurs conseils et gère, en son II, l'hypothèse de l'existence d'une situation de nature à créer un risque de conflit d'intérêts à laquelle l'expert se trouverait confronté en prévoyant que « *dans ce cas, l'expert doit le mentionner dans sa déclaration d'indépendance et justifier en quoi il n'est pas susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement* ».

Selon la Cour, les deux paragraphes de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF forment un tout, de sorte que c'est à la lumière de l'ensemble des dispositions que doit être appréciée l'indépendance de l'expert désigné. La Cour a ainsi considéré que si, en application du I de l'article précité, l'expert indépendant ne doit pas être en situation de conflit d'intérêts avec les personnes concernées par l'offre publique ou l'opération et leurs conseils, l'instruction AMF DOC-2006-08 se limite à donner des exemples illustratifs de situations de conflit d'intérêts, et ne saurait en tout état de cause priver d'effet les dispositions du II de ce même article qui envisage l'existence de situations de conflit d'intérêts distinctes.

En l'espèce, la déclaration de l'expert était conforme aux exigences du règlement général de l'AMF, puisqu'elle fait état d'une situation de conflit d'intérêts tout en expliquant que les missions qu'il avait exercées par le passé pour le compte d'une société appelée à participer indirectement au co-contrôle de l'initiateur de l'offre ainsi que pour le compte de l'une des banques présentatrices de l'offre, n'étaient pas de nature à mettre en cause son indépendance, eu égard notamment au montant des honoraires perçus en pourcentage du chiffre d'affaires réalisé par l'expert.

Enfin, la Cour a rappelé que le principe d'égalité de traitement des actionnaires tel que mentionné à l'article L. 433-1 du code monétaire et financier suppose que les personnes auxquelles il s'applique soient dans une situation identique. En application de ce principe, elle a donc rejeté l'argument des requérants de la prétendue rupture d'égalité née de l'offre faite aux dirigeants et cadres de la société Club Méditerranée d'investir directement ou indirectement dans la société Holding de la société Gaillon Invest. Pour la Cour, cette proposition d'investissement était décorrélée de la qualité d'actionnaire actuel ou potentiel de ses bénéficiaires. Cette proposition, en effet, ne se justifiait qu'en raison des fonctions de direction exercées au sein de la société relevant, à cet égard, qu'elle était assortie de conditions de performance à venir et donc constitutive d'un risque opérationnel pour ses bénéficiaires.



### 3. Le contrôle des comptes

---

En 2014, l'AMF a revu les comptes de 73 sociétés. Parmi ces revues, environ 30 % portaient sur des sujets comptables spécifiques et 60 % sur l'intégralité des comptes et de la communication financière. L'AMF a également validé 6 traitements comptables spécifiques en amont de l'arrêté des comptes.

Un des sujets qui a fait l'objet d'une attention particulière dans le cadre des revues de comptes cette année a été la mise en place des nouvelles normes sur la consolidation<sup>25</sup> au 31 décembre 2013 pour les émetteurs ayant appliqué ces normes par anticipation et au 30 juin 2014 pour les autres émetteurs. Ces normes modifient l'analyse à effectuer pour déterminer le contrôle, apportent des précisions par rapport aux textes antérieurs (par exemple sur le contrôle de fait, sans la majorité des droits de vote), ne permettent plus le mode de consolidation proportionnel pour les sociétés contrôlées conjointement et exigent également de nouvelles informations en annexes. L'application de ces nouvelles normes a également été un des thèmes des recommandations de l'AMF et des priorités européennes communes de l'ESMA pour la clôture 2014<sup>26</sup>.

Dans un contexte économique morose, les tests de dépréciation et la reconnaissance d'impôts différés actifs ont également été particulièrement suivis dans le cadre des revues. Dans ses priorités communes

pour la clôture 2014, l'ESMA a mentionné l'importance d'informations claires et précises en annexes sur les impôts différés actifs sur reports déficitaires et rappelé ses recommandations précédentes sur les informations à fournir sur les tests de dépréciation. Pour mémoire, l'AMF avait également publié des recommandations sur ces deux sujets en 2011 et 2012.

Par ailleurs, au cours de ses revues, notamment de sociétés de tailles petites ou moyennes, l'AMF a également identifié des difficultés dans l'application de certains aspects de la norme traitant de la présentation du tableau de flux de trésorerie notamment la notion de flux d'exploitation et rappelé, à ce titre, aux émetteurs concernés les principes de la norme. Certains instruments complexes avec des caractéristiques innovantes émis en 2014 (cf. par exemple l'ODIRNANE détaillée page 83) ont également été analysés comptablement afin de déterminer le classement comptable à retenir. Ces points ont été repris dans les recommandations en vue de l'arrêté des comptes 2014.

En 2014, l'AMF a revu les comptes de 73 sociétés. Parmi ces revues, environ 30 % portait sur des sujets comptables spécifiques et 60 % sur l'intégralité des comptes et de la communication financière. L'AMF a également validé 6 traitements comptables spécifiques en amont de l'arrêté des comptes.

---

25. IFRS 10 – États financiers consolidés, IFRS 11 – Partenariats et IFRS 12 – informations à présenter en annexe pour les entités consolidées et non consolidées.

26. Recommandation AMF 2014-13 – arrêté des comptes 2014.

1

2

3

4

5

6



# Chapitre 5

## La surveillance des marchés, les contrôles et les enquêtes

1. Les réformes ayant une incidence sur l'activité de surveillance, d'enquête et de contrôle .....	101
2. La surveillance des marchés en 2014 .....	104
3. Le contrôle des prestataires de services d'investissement, des CIF et des infrastructures de marché .....	106
4. Les enquêtes menées en 2014 .....	110
5. La coopération internationale .....	112
6. Les transmissions à d'autres autorités .....	114

À la suite de la promulgation de la loi de séparation et de régulation des activités bancaires et par anticipation de l'entrée en vigueur du règlement Abus de marché, l'AMF a modifié son règlement général en 2014 et mis à jour ses chartes de l'enquête et du contrôle.

Au cours de cette année 2014, l'AMF a continué à faire évoluer ses moyens de surveillance afin de détecter les éventuels manquements aux règles de fonctionnement du marché grâce au développement de ses outils informatiques. Près de 80 % des enquêtes ouvertes à l'initiative de l'AMF l'ont été sur proposition de la surveillance des marchés.

Cette année, 68 enquêtes ont été clôturées dont 41 ont été réalisées dans le cadre d'une assistance portée aux autorités étrangères menant leur propre enquête. Parmi les 27 autres enquêtes, 10 d'entre elles ont donné lieu à l'envoi d'une ou plusieurs notifications de griefs (dont une assortie d'une proposition d'entrée en voie de composition administrative).

Enfin, 46 rapports de contrôle ont été envoyés à des personnes régulées par l'AMF, dont 15 ont conduit à l'envoi d'une ou plusieurs notifications de griefs (7 d'entre elles étaient assorties d'une proposition d'entrée en voie de composition administrative).

# 1. Les réformes ayant une incidence sur l'activité de surveillance, d'enquête et de contrôle

---

## A. LES ÉVOLUTIONS EUROPÉENNES

### 1. Le règlement abus de marché

Le règlement (UE) N° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 relatif aux abus de marché<sup>1</sup> a été publié le 12 juin 2014. Il entrera en application pour l'essentiel à compter du 3 juillet 2016.

Ce règlement étend le champ d'application des règles en matière d'abus de marché pour y inclure notamment les abus portant sur des instruments financiers négociés sur des marchés organisés n'étant pas des marchés réglementés, sur les marchés physiques au

comptant de matières premières susceptibles d'impacter les marchés d'instruments financiers et sur les indices. Enfin, ces règles sont dorénavant étendues à la tentative d'abus de marché.

Il maintient la définition actuelle de l'information privilégiée en l'accompagnant de la possibilité de différer sa publication à condition de respecter des critères spécifiés. Le texte préserve également l'exonération des opérations de rachat et des mesures de stabilisation d'un instrument financier, les pratiques de marché admises et la possibilité de cumuler sanctions administratives et pénales. Le texte précise par ailleurs que les recommandations d'investissement peuvent dans certains cas constituer des informations privilégiées. Il introduit un certain nombre de nouveautés telles que les dispositions relatives aux sondages de marchés ou encore celles relatives au signalement des violations du règlement.

1. *Abrogeant la directive abus de marché (2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil) ainsi que les textes d'application (les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission).*

Il introduit également des critères de détermination des sanctions administratives et précise que leurs montants maximum ne peuvent être inférieurs à des planchers élevés.

Les textes d'application, qui seront soumis par l'Autorité européenne des marchés financiers (l'ESMA) à la Commission européenne au cours de l'année 2015, devraient permettre de confirmer ou d'améliorer les dispositions mises en place pour la directive de 2003 par exemple en matière d'indicateurs de manipulation de marché ou encore de celles ayant pour objectif d'améliorer la transparence, telles que les listes d'initiés et les déclarations des dirigeants.

Les dispositions de ce texte sont déjà en partie introduites en droit français puisque la France avait transposé par anticipation certains projets de texte à l'occasion de la promulgation de la loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires (voir ci-contre).

## 2. La directive Abus de marché

La directive 2014/57/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché (dite « directive Abus de marché ») a été publiée le 12 juin 2014. Les États membres ont jusqu'au 3 juillet 2016 pour transposer cette directive en droit national.

Cette directive instaure des définitions européennes communes pour les infractions qui constituent un abus de marché. Ces définitions renvoient pour l'essentiel à celles du règlement relatif aux abus de marché, étant précisé que les infractions pénales nécessitent en outre un caractère intentionnel.

Ce texte impose également aux États membres de prévoir dans leur législation nationale des sanctions pénales pour les opérations d'initiés, les manipulations de marché et la divulgation illicite d'informations privilégiées. La directive Abus de marché prévoit également que l'incitation et la complicité doivent également être passibles de sanctions pénales en matière d'opération d'initiés, de divulgation illicite d'informations et de manipulation de cours.

## B. LES ÉVOLUTIONS NATIONALES

### 1. Les modifications du règlement général de l'AMF en matière d'enquête

Le livre VI du règlement général de l'AMF a été modifié consécutivement à la promulgation de la loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires. Ces importantes modifications ont anticipé d'environ trois ans l'entrée en vigueur de certaines dispositions du règlement relatif aux abus de marché révisant l'actuelle directive Abus de marché de 2003.

La nouvelle rédaction de l'article 611-1 étend le champ d'application des manquements à ceux commis sur des systèmes multilatéraux de négociation. Il en résulte un élargissement sensible de la compétence de l'AMF, au-delà des seuls titres admis à la négociation sur les marchés réglementés.

La réforme étend le champ d'application des manquements d'initié (article 622-1) et de manipulation de cours (article 631-1) aux transactions portant sur des contrats commerciaux. L'acquisition de produits de base en possession d'une information privilégiée s'y rapportant est ainsi prohibée. Tel est également le cas, en particulier, de comportements consistant à effectuer des opérations ou à émettre des ordres qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses sur le prix ou la valeur de contrats commerciaux ou qui les fixent à un niveau anormal ou artificiel.

De surcroît, la manipulation de marché prévue à l'article 632-1 couvre désormais la diffusion d'informations fausses sur les contrats commerciaux de matières premières agricoles (abus de marché « croisés »).

La tentative de manipulation de cours est désormais sanctionnée à l'article 631-1.

Un manquement de communication d'information privilégiée sur indice est créé à l'article 622-1, ainsi qu'un manquement de diffusion d'information fausse utilisée pour le calcul d'un indice à l'article 632-1. La définition de ce dernier manquement revêt une importance particulière. En effet, elle rend possible le prononcé de sanctions administratives lorsque le calcul d'un indice a été faussé du fait de l'utilisation de données inexactes.

Enfin la définition des contrats commerciaux et des indices se trouve dans le nouvel article 611-1 du règlement général de l'AMF.





## 2. La mise à jour des chartes de l'enquête et du contrôle

L'entrée en vigueur de nouvelles dispositions législatives et réglementaires a rendu nécessaire une mise à jour des chartes remises à chaque personne rencontrée dans le cadre d'une enquête ou d'un contrôle initié par l'AMF. Ces chartes ont été rendues publiques le 20 novembre 2014 et sont disponibles sur le site internet de l'AMF.

Les modifications apportées à la charte de l'enquête issues de la loi du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires concernent les points suivants :

- les modalités d'audition à distance ou de recueil des explications qui peuvent désormais s'effectuer sur place ;
- l'usage d'une identité d'emprunt sur internet par des agents de l'AMF ;
- la possibilité pour l'AMF de mener des visites domiciliaires dans le cadre de la recherche de délits contre les biens susceptibles de constituer des manquements à son règlement général ;
- l'existence du manquement d'entrave administrative qui offre désormais à l'AMF la possibilité de poursuivre et de sanctionner tout comportement d'obstruction aux services d'enquête de l'AMF.

En outre, d'autres évolutions ont été intégrées :

- la faculté pour l'autorité judiciaire de transmettre, sur demande de l'AMF, des éléments d'information aux services d'enquêtes de l'AMF (art. L. 621-20-4 du code monétaire et financier) ;
- le droit à communication de l'administration fiscale instauré par la loi sur la lutte contre la fraude fiscale et la grande délinquance économique et financière (loi n° 2013-1117 du 6 décembre 2013) ;

- les modalités de signalement à la cellule de renseignement financier nationale (TRACFIN), ou encore, les modalités d'échanges d'informations avec d'autres administrations (Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, Commission de régulation de l'énergie, etc.) qui peuvent être mises en œuvre sans préjudice des accords de coopération internationale conclus par l'AMF avec ses homologues étrangers.

La mise à jour de la charte du contrôle traduit, pour l'essentiel, les évolutions des pouvoirs nouvellement reconnus aux contrôleurs de l'AMF et précise la nature de certains actes de procédure encadrés par la loi de séparation et de régulation des activités bancaires. Il s'agit, notamment, de l'introduction de la possibilité, pour les contrôleurs, de faire jouer un droit à communication à l'égard de toute personne en sollicitant la remise de documents et informations sur tout support (art. L. 621-10 du code monétaire et financier). Enfin, de nouveaux points, analogues à ceux figurant dans la charte de l'enquête, sont précisés :

- le détail des modalités d'auditions des personnes sollicitées par les contrôleurs ;
- l'usage d'une identité d'emprunt sur internet par des agents de l'AMF (art. L. 621-10-1 du code monétaire et financier) ;
- les conditions d'échanges d'information avec d'autres autorités françaises.

1

2

3

4

5

6

## 2. La surveillance des marchés en 2014

---

L'AMF assure l'analyse quotidienne des opérations réalisées sur les marchés. Elle s'appuie à la fois sur les comptes rendus de transactions et ordres qu'elle collecte et sur l'actualité des émetteurs afin de détecter tout événement ou tout comportement anormal qui pourrait être qualifié d'abus de marché. Il s'agit notamment des cas de manipulation de cours, d'opération d'initié et de diffusion de fausse information, mais également d'éventuels manquements aux obligations professionnelles applicables aux intermédiaires financiers ou obligations de transparence. L'AMF veille ainsi au bon fonctionnement des marchés en examinant les opérations des acteurs du marché par croisement avec toutes les autres sources d'information mises à sa disposition.

En 2014, la Surveillance des marchés a été à l'origine d'environ 80 % des enquêtes ouvertes à l'initiative de l'AMF.

Eu égard à la masse d'informations dont elle dispose, l'AMF assure en outre une veille stratégique pour identifier de nouveaux comportements ou le développement de nouvelles techniques de négociation lesquels peuvent résulter de l'évolution de la réglementation ou du fonctionnement des marchés, ou encore de certaines innovations financières. Elle peut ainsi détecter de nouvelles tendances et identifier l'émergence de possibles nouvelles poches de risques. Elle participe également à l'élaboration d'études académiques notamment sur la structure des marchés (voir focus ci-dessous).

Cette surveillance continue nécessite une collecte quotidienne des comptes rendus de transactions qui lui sont transmis par les intermédiaires financiers au travers du système de *reporting* direct des transactions (RDT), par les infrastructures de marché et par les autres superviseurs. Cette collecte est complétée par d'autres types d'informations obtenues auprès des fournisseurs de données, de la chambre de compensation, du dépositaire central, mais également auprès des référentiels centraux (*trade repositories*) pour ce qui concerne les dérivés négociés de gré à gré. Ce dispositif de surveillance s'appuie enfin sur des outils qui stockent les informations échangées sur les forums internet et les réseaux sociaux.

S'agissant des seules transactions réalisées en 2014 tant sur les marchés réglementés que sur les systèmes multilatéraux de négociation ou sur les marchés de gré

à gré, l'AMF a reçu près d'1,2 milliard de comptes rendus de transactions. Selon les différents canaux qui alimentent ses bases de données, l'AMF a recueilli :

- 214 millions de transactions déclarées directement par les intermédiaires de marché ;
- 383 millions de transactions obtenues auprès d'Euronext ;
- 574 millions de transactions transmises par les autres superviseurs européens.

Dans le même temps, l'AMF a retransmis à ses homologues européens 199 millions de comptes rendus de transactions réalisées par des intermédiaires nationaux ou sur des marchés français.

Par ailleurs, la campagne lancée depuis 2013 pour sensibiliser les prestataires de services d'investissement sur leur obligation de coopérer à la lutte contre les abus de marché en signalant au régulateur les opérations suspectes, continue à porter ses fruits : cet effort a été poursuivi et l'AMF a pu renforcer son action sur cette base. Ainsi en 2014, l'AMF a été destinataire de 545 déclarations d'opérations suspectes contre 332 en 2013.

Pour analyser un tel volume d'informations, l'AMF a mis en place une batterie de tests qui automatisent la détection d'anomalies potentielles ou repèrent des configurations de marché singulières au regard du cours, du volume d'instruments financiers négociés, de la part de marché des différents intervenants, etc. Sur la base des alertes générées par ces tests, des analystes croisent les informations et les complètent au besoin par des demandes d'informations complémentaires qu'ils adressent aux intermédiaires financiers pour identifier les investisseurs finaux. C'est en appréciant le comportement des bénéficiaires des transactions sur une période étendue, et en développant une connaissance fine des valeurs et des déterminants de leur évolution, que les anomalies identifiées peuvent être considérées ou non comme suffisamment suspectes pour mériter d'être étudiées de plus près à l'occasion d'une enquête.

Pour que les tests puissent demeurer efficaces, l'AMF fait régulièrement évoluer son arsenal d'outils de détection. Ainsi en 2014, elle a complété son dispositif

## TRAVAUX VISANT À DÉTERMINER DES MESURES QUALITATIVES DE MARCHÉ

Durant l'année 2014, l'AMF a engagé des travaux de développement d'indicateurs qualitatifs de bon fonctionnement du marché et d'équilibre des prix. L'objectif est de définir des grandeurs pertinentes et simples à calculer qui soient plus fines et sophistiquées que les seules fourchettes de prix et les quantités disponibles pour un instrument financier à un instant donné. En effet, les études couramment publiées dans ce domaine mettent généralement l'accent sur l'analyse de la première limite du prix disponible pour un instrument financier et les calculs nécessaires sont souvent très lourds.

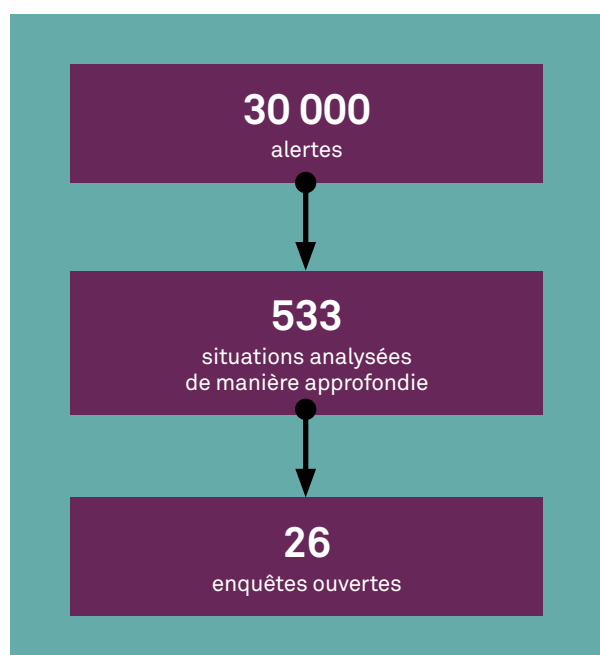
Les premiers travaux de recherche ont été entrepris en juillet 2014, accompagnés par Mathieu Rosenbaum, Professeur à l'Université Pierre et Marie Curie, et par Valentin Devriès, étudiant chercheur de l'École normale supérieure.

Les premières analyses ont été axées sur la relation entre le niveau de prix d'un instrument financier et le pas de cotation de cet instrument sur le marché. Les résultats de ces travaux ont été publiés dans un mémoire de recherche. Les travaux se poursuivent aujourd'hui avec comme objectif la publication, en 2015, d'un article scientifique consacré à l'identification d'un indicateur universel reflétant la qualité du marché et l'équilibre des prix des marchés électroniques. Ces deux grandeurs sont en effet intimement liées : un pas de cotation trop petit peut engendrer des mouvements erratiques du prix et va favoriser le « bruit », alors qu'un pas de cotation trop élevé entrave la bonne formation du prix.

de détection sur le marché des produits dérivés et a sensiblement perfectionné l'outil développé en 2013 permettant de reconstituer ex post le carnet d'ordres du marché et ainsi analyser plus finement les opérations de *trading* à haute fréquence.

Enfin, l'AMF a intensifié ses démarches auprès de ses homologues européens afin de mutualiser autant que possible les systèmes de collecte de comptes rendus

de transactions et d'outils de détection. En effet, l'AMF est très favorable, en ce domaine, au principe général de mutualisation des systèmes informatiques ayant des fins identiques et qui peut *in fine* aboutir à des économies d'échelle. Des avancées importantes ont pu être réalisées en 2014, lesquelles devraient se traduire en 2015 par une coopération avec le régulateur belge ainsi que le développement d'outils mutualisés au niveau de l'ESMA.



## Périmètre de surveillance des marchés à l'AMF

Quels que soient le lieu de la transaction et la nationalité des contreparties, la surveillance des marchés s'exerce sur l'ensemble des instruments financiers négociés sur la Bourse de Paris, soit :

- 960 actions de sociétés cotées, dont 550 sur Euronext Paris, 178 sur Alternext Paris, 232 sur le Marché Libre, ainsi que les instruments financiers dérivés de ces titres ;
- plus de 2 600 titres de créance ;
- près de 25 000 warrants et certificats ;
- les instruments dérivés listés sur matières premières.

1  
2  
3  
4  
5  
6

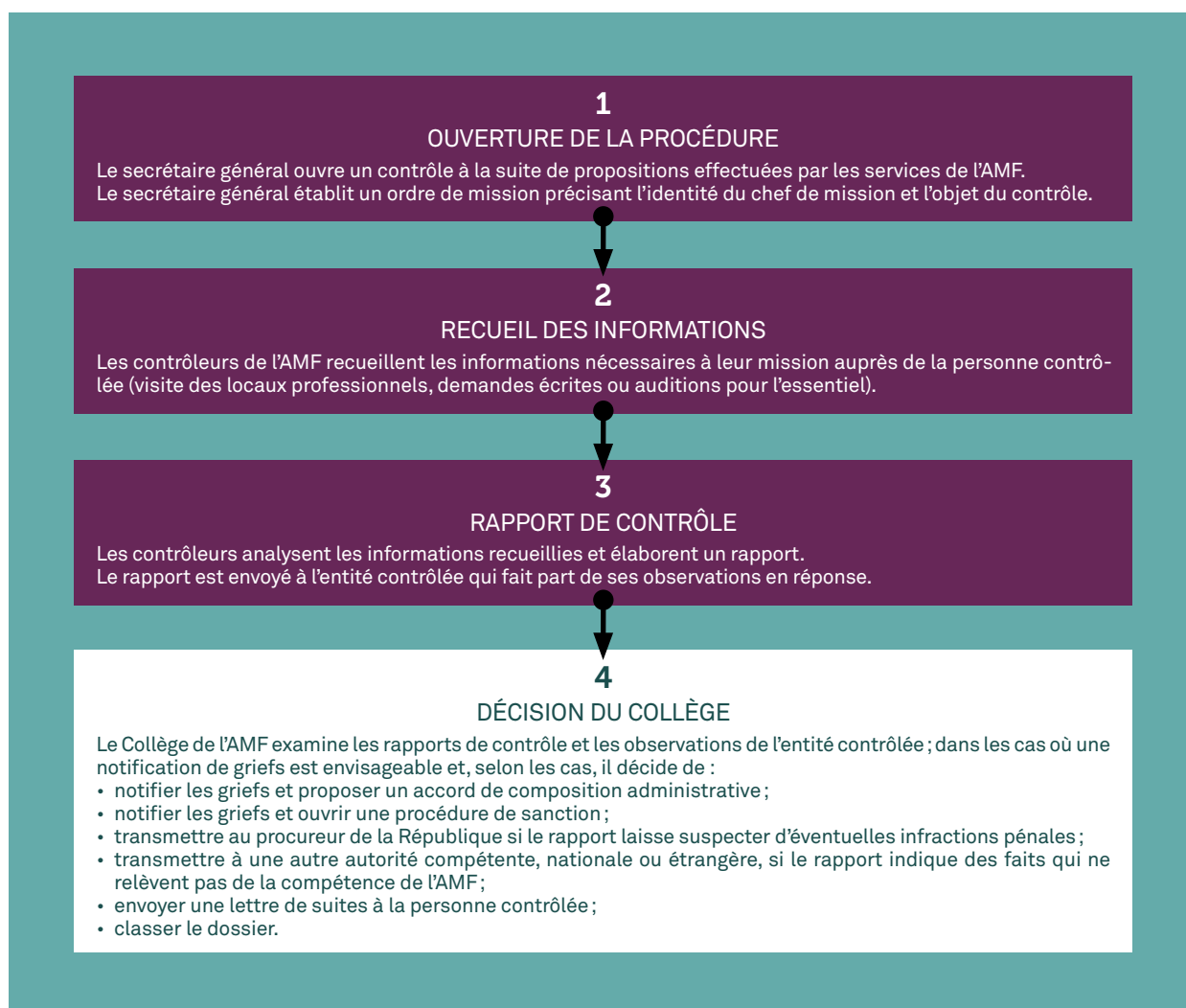
### 3. Le contrôle des prestataires de services d'investissement, des CIF et des infrastructures de marché

---

#### A. LA PROCÉDURE DE CONTRÔLE ET LES ACTEURS CONCERNÉS

L'AMF s'assure du respect de la réglementation par les prestataires relevant de sa compétence, notamment en :

- contrôlant que les prestataires de services d'investissement, les dépositaires d'OPCVM, les sociétés de gestion de portefeuille, les conseillers en investissements financiers et les infrastructures de marché exercent leurs activités dans des conditions conformes à la réglementation, notamment en



matière de commercialisation de produits financiers ;

- surveillant le contrôle des conseillers en investissements financiers effectué par leurs associations professionnelles ;
- s'assurant que les produits d'épargne collectifs agréés respectent la réglementation applicable et les contraintes définies lors de l'agrément ;
- contrôlant le respect des règles adoptées par les infrastructures de marché ;
- contrôlant le respect par les entités réglementées des codes professionnels auxquels elles sont astreintes ;
- s'informant des conditions d'exercice des services d'investissement, des pratiques courantes et de l'adéquation de la réglementation à ces évolutions ;
- contribuant à détecter les comportements à risques nécessitant la mise en place de mécanismes de prévention, voire de modification de la réglementation.

La population des prestataires régulés par l'AMF se compose comme suit :

- 634 sociétés de gestion de portefeuille (SGP) ;
- 231 établissements de crédit autorisés à fournir des services d'investissements ;
- 5 teneurs de compte conservateurs non PSI ;
- 82 entreprises d'investissement ;
- 99 succursales de prestataires de services d'investissement étrangers autorisés à intervenir en France en libre établissement, dont 50 entreprises d'investissement et 49 établissements de crédit.

L'AMF supervise également 4 909 conseillers en investissements financiers (CIF) ainsi que 5 associations professionnelles chargées de les représenter collectivement et de défendre leurs droits et intérêts.

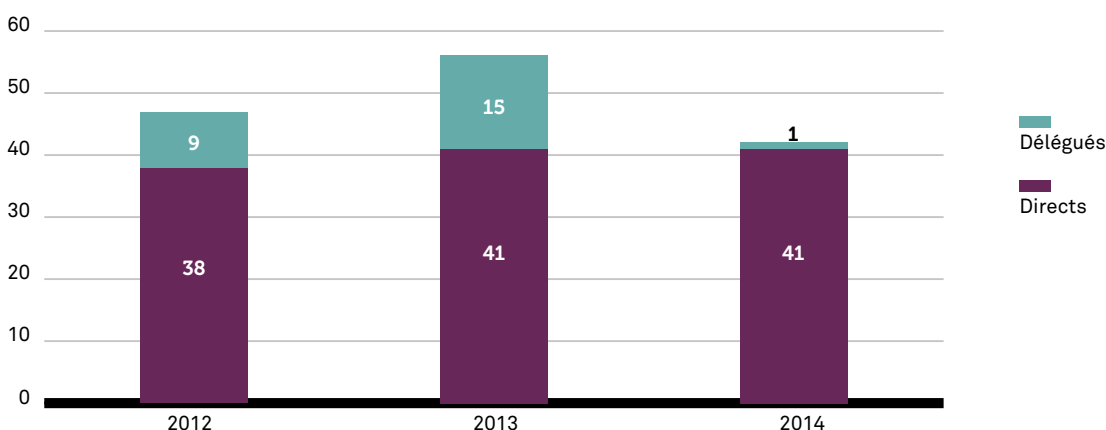
## B. LES CONTRÔLES MENÉS EN 2014

Bilan des contrôles en 2014			
Contrôles	2012	2013	2014
Nombre de contrôles ouverts	47	56*	42
Nombre de rapports de contrôle envoyés **	44	64	46
Nombre de lettres de suites	39	53	43

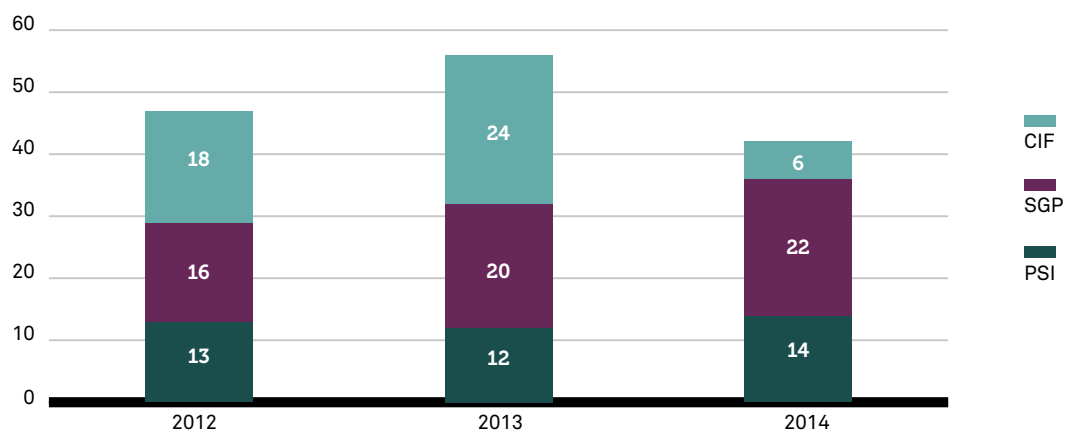
\* Contrairement à la présentation retenue pour le rapport annuel 2013, les chiffres présentés n'intègrent pas les contrôles de masse (cf. page 109).

\*\* Certaines missions de contrôle ouvertes sont en cours d'achèvement au 31/12 de l'année en cours de sorte que les rapports y afférents seront adressés aux personnes contrôlées l'année suivante.

### RÉPARTITION DES CONTRÔLES PAR TYPE DE MISSIONS



## RÉPARTITION DES CONTRÔLES PAR CATÉGORIE DE PROFESSIONNELS



### 1. État des lieux de l'année 2014

En 2014, 46 rapports<sup>2</sup> ont été envoyés aux personnes contrôlées : 22 pour les sociétés de gestion de portefeuille, 17 pour les prestataires de services d'investissement, 7 pour les conseillers en investissements financiers hors contrôles de masse.

En 2013, 15 contrôles avaient été délégués à des corps de contrôles extérieurs (Banque de France, Institut d'émission des départements d'Outre-mer). En 2014, l'AMF a fait appel une seule fois à ces corps de contrôles extérieurs (en l'occurrence à l'ACPR), ce qui explique la baisse sensible du nombre de missions réalisées au cours de cette année.

### 2. Les suites données aux contrôles en 2014

En 2014, 15 rapports établis à la suite d'un contrôle ont conduit le Collège à décider l'ouverture d'une procédure de sanction (se traduisant par l'envoi d'une notification de griefs aux personnes mises en cause). Ces contrôles concernent 6 prestataires de services d'investissement non sociétés de gestion, 7 sociétés de gestion de portefeuille et 2 conseillers en investissements financiers et portent principalement sur les règles de conduite qui leur sont applicables.

Pour 7 contrôles, le Collège a décidé de procéder à l'envoi d'une ou plusieurs notifications de griefs assorties d'une proposition d'entrée en voie de composition administrative (c'est-à-dire une proposition de

conclure une « transaction »)<sup>3</sup>. Pour les 8 autres, le Collège a décidé d'ouvrir une procédure de sanction sans proposer de conclure un tel accord.

### 3. Les enseignements à retenir des contrôles 2014

#### a. Les contrôles effectués en 2014 sur les prestataires de services d'investissement

Les 14 contrôles menés sur des prestataires de services d'investissement (13 PSI et 1 infrastructure de marché) ont porté sur les thèmes suivants :

- la lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme au sein d'une infrastructure de marché ;
- la tenue de compte conservation. Il s'agissait afin de vérifier l'efficacité des dispositifs de contrôles des « intermédiaires » permettant ainsi de s'assurer de la bonne protection des avoirs des clients (poursuivant ainsi la campagne thématique amorcée fin 2013) ;
- l'application de la position AMF DOC-2012-03 relative aux systèmes et contrôles dans un environnement de négociation automatisé ;
- la commercialisation d'instruments financiers afin de tenir compte de l'émergence de nouveaux acteurs, couramment dénommés « plateformes », interposés entre les producteurs (sociétés de gestion ou émetteurs) et les distributeurs en relation avec les investisseurs finaux (banques, entreprises d'investissement, conseillers en investissements financiers).

Les contrôles réalisés sur ce dernier thème ont permis de montrer que le rôle d'intermédiaire peut différer selon les cas. Il va du rôle d'intermédiaire administratif (permettant de simplifier et d'organiser les relations contractuelles, la transmission d'informations réglementaires,

2. Nombre de rapports envoyés à la suite de missions de contrôle terminées en 2014, quelle que soit la date d'ouverture de la mission.

3. Cf. chapitre 6, page 118.

de documents commerciaux ou encore le calcul de rétrocessions à verser aux distributeurs) au rôle d'acteur dans la distribution des instruments financiers.

Ces contrôles permettent par ailleurs de vérifier la cohérence des services d'investissement demandés lors de l'agrément avec l'activité réellement exercée par la société, en particulier concernant les services de conseil en investissement ou de placement non garanti. Ils ont également porté sur les schémas de rétrocession de commissions, les activités non réglementées réalisées par les établissements (tenant notamment aux tâches administratives) ainsi que la transparence de l'information sur les frais communiquée aux investisseurs.

#### **b. Les contrôles effectués en 2014 sur les sociétés de gestion de portefeuille**

Les 22 contrôles de sociétés de gestion de portefeuille ont couvert des sociétés de gestion conduisant des activités diverses (immobilier, gestion obligataire, gestion sous mandat, capital investissement, etc.) et de tailles variables.

Dans la continuité des années précédentes, plusieurs contrôles ont comporté un volet relatif à la lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme. Ils ont notamment porté sur la vérification de l'existence de procédures adéquates, la formation du personnel, la qualité des contrôles effectués notamment ceux relatifs à la connaissance du client et aux opérations inhabituelles ou complexes. La plupart des sociétés de gestion contrôlées ont effectivement déployé un dispositif de contrôle en la matière. Cependant, dans quelques cas, celui-ci ne s'avérait pas suffisamment opérationnel (absence de fiches LCB/FT<sup>4</sup>, défauts d'actualisation des dossiers, lacunes en matière d'identification des bénéficiaires effectifs).

Différentes missions de contrôle ont examiné les dispositifs de passage d'ordres (pré-affectation des ordres, traçabilité de la piste d'audit permettant un contrôle du respect des obligations professionnelles). Dans quelques cas, il a été relevé que les procédures ne couvraient pas l'ensemble des modes de passation d'ordres et que les contrôles diligentés par le responsable et la conformité et du contrôle interne ne

4. *Lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme.*

portaient pas suffisamment sur les éléments probants de la piste d'audit (tickets d'ordres, courriels, conversations téléphoniques).

Enfin, une attention particulière a été portée sur quatre thèmes transversaux :

- l'encadrement et la gestion des conflits d'intérêts et leur contrôle ;
- la qualité des dispositifs de contrôle interne et la traçabilité des contrôles ;
- l'exactitude et la complétude des informations communiquées à l'AMF lors de l'instruction du dossier d'agrément de sociétés de gestion et de fonds ;
- le respect des dispositions relatives aux fonds propres des sociétés de gestion.

#### **c. Les contrôles effectués en 2014 sur les conseillers en investissements financiers**

Dans le cadre de la mise en œuvre du plan stratégique 2013-2016, en particulier du deuxième axe visant à « rétablir la confiance des épargnants/promouvoir une intermédiation financière fiable et de qualité », l'AMF a mis en œuvre la méthodologie dite du « contrôle de masse des CIF » en parallèle des contrôles classiques de CIF considérés à risque ayant fait l'objet d'un signalement ou nécessitant un contrôle exhaustif ou particulier de certaines pratiques. En effet, l'AMF a souhaité compléter le dispositif de contrôle sur cette population nombreuse directement en contact avec la clientèle de détail pour en améliorer l'efficacité.

Les contrôles de masse dont le thème est restreint peuvent être étendus à un grand nombre de CIF et réalisés pour partie sur pièces et sur place : il peut s'agir d'un contrôle portant sur le respect d'une règle spécifique de conduite ou d'organisation. En 2013, un premier test avait été réalisé selon cette méthodologie sur 11 conseillers en investissements financiers. En 2014, la Direction des contrôles a étendu l'expérience en procédant à la vérification des obligations professionnelles de 102 conseillers en investissements financiers exerçant leur activité dans les villes de Versailles, Reims, Dijon, Marcq-en-Barœul et Mulhouse. Les investigations ainsi réalisées ont notamment porté sur le respect des conditions d'accès à la profession.

Les contrôles réalisés cette année ont confirmé la grande diversité des acteurs CIF et de leurs pratiques. Ils ont par ailleurs permis de constater que ces professionnels ne maîtrisaient pas toujours les risques de certains produits atypiques conseillés auprès de leur clientèle.

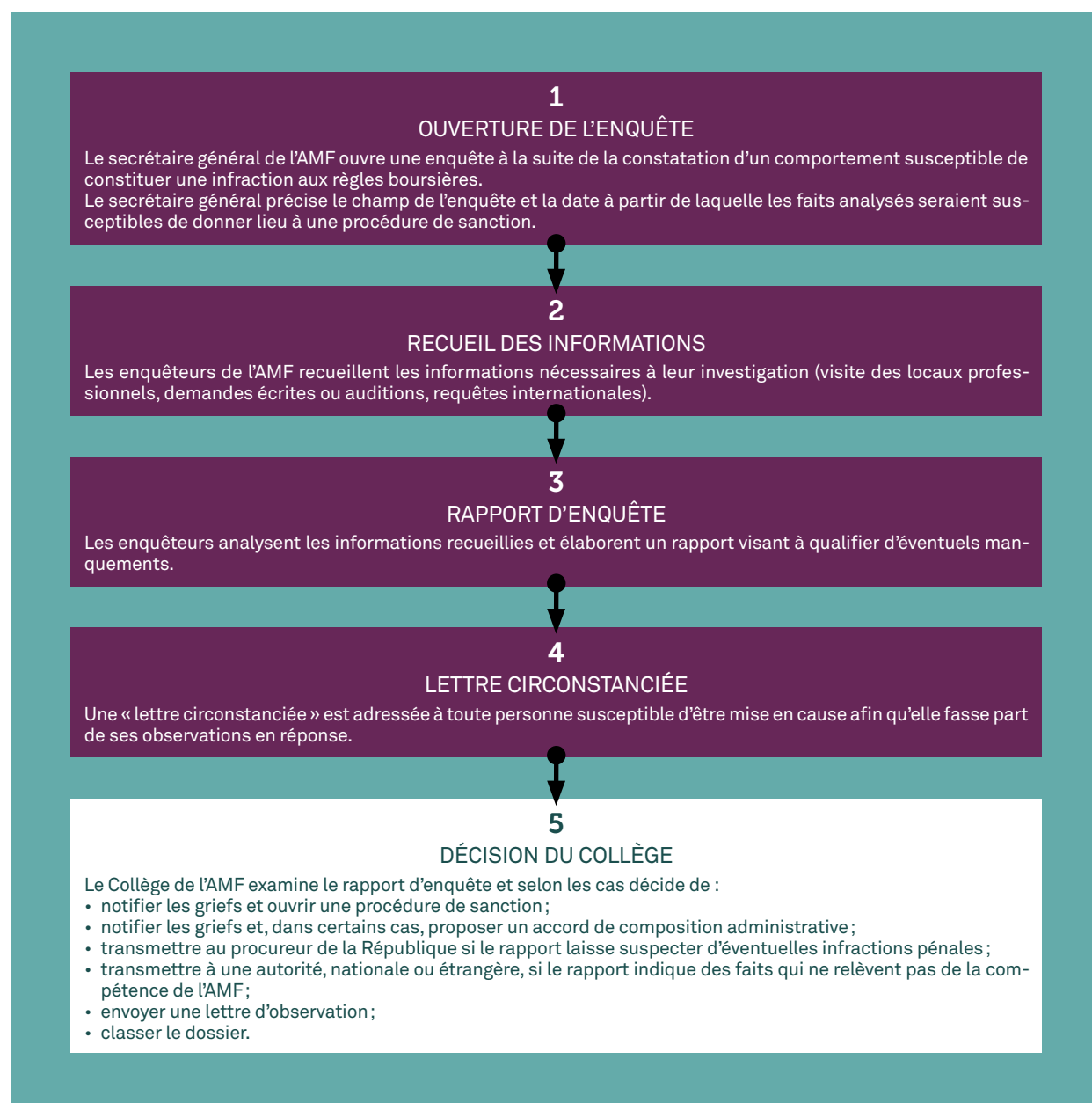
## 4. Les enquêtes menées en 2014

---

### A. LA PROCÉDURE D'ENQUÊTE

Les enquêtes sont ouvertes par le secrétaire général de l'AMF. Elles sont le plus souvent la conséquence de

constatations faites dans le cadre de la surveillance des marchés, du suivi des sociétés cotées ou de plaintes. Elles peuvent également faire suite à une demande d'une autorité étrangère.





Nombre d'enquêtes ouvertes et terminées				
Année	2011	2012	2013	2014
Enquêtes ouvertes par l'AMF	74	80	77	83
Enquêtes terminées	78	74	83	68
Enquêtes ayant donné lieu à l'envoi d'une ou plusieurs notifications de griefs	14	14	15*	10*

\* Il s'agit des dossiers transmis par le président de l'AMF à la Commission des sanctions au 31 décembre de l'année.

## B. L'ORIGINE ET LA TYPOLOGIE DES ENQUÊTES

### 1. L'origine des enquêtes ouvertes en 2014

En 2014, 33 enquêtes ont été ouvertes à l'initiative de l'AMF et 50 enquêtes ont été ouvertes dans le cadre de la coopération internationale entre régulateurs (soit un total de 83 enquêtes ouvertes cette année).

Parmi les 33 enquêtes diligentées à l'initiative de l'AMF, environ 80 % l'ont été sur proposition de la Division de la surveillance des marchés. Les autres trouvent leur origine :

- dans des signalements émanant d'autres directions de l'AMF (Direction des émetteurs, la Direction des affaires comptables, la Direction de la gestion d'actifs, la Direction des relations avec les épargnants, la Direction des enquêtes peut également proposer l'ouverture d'une enquête) ;
- dans des plaintes ou des demandes d'avis formulées par l'autorité judiciaire.

### 2. Les suites accordées aux enquêtes terminées en 2014

En 2014, 68 enquêtes ont été terminées, dont 41 ont été réalisées dans le cadre d'une assistance portée aux autorités étrangères. En ce qui concerne ces enquêtes réalisées dans le cadre de la coopération internationale, il appartient aux homologues étrangers de se prononcer sur l'opportunité d'entrer ou non en voie de sanction sur la base, entre autres, des informations transmises par l'AMF.

Les 27 autres enquêtes terminées en 2014<sup>5</sup>, ont donné lieu :

- pour 9 d'entre elles, à un classement sans suite ;
- pour 12 d'entre elles, à l'envoi d'une ou plusieurs lettres d'observations ;
- pour 10 d'entre elles, à l'envoi d'une ou plusieurs notifications de griefs (dont une assortie d'une proposition d'entrée en voie de composition administrative).

### 3. La typologie des enquêtes

La majorité des enquêtes ouvertes porte sur de possibles manquements boursiers de type abus de marché : opérations d'initiés, diffusion de fausses informations et manipulation de cours.

5. Certaines enquêtes ont donné lieu à l'envoi d'une lettre d'observations à l'égard de certaines personnes et à l'ouverture d'une procédure de sanction à l'égard d'autres personnes mises en cause.

Répartition des enquêtes ouvertes en 2014 par objet		
Thème de l'enquête*	2013	2014
Marché des titres de capital et obligataires (comportement d'initié ou manœuvre entravant le bon fonctionnement du marché)	26	27
Information financière	10	11
Autres (CIF, démarchage, etc.)	3	1
Coopération internationale	46	50

\* Le total est supérieur au nombre d'enquêtes ouvertes, car certaines enquêtes portent à la fois sur le marché du titre (manipulation de cours et opérations d'initiés) et sur l'information financière.

## 5. La coopération internationale

L'AMF a poursuivi la coopération avec ses homologues étrangers en matière d'enquête, de contrôle, de surveillance des marchés et d'échange d'informations sur les intermédiaires financiers.

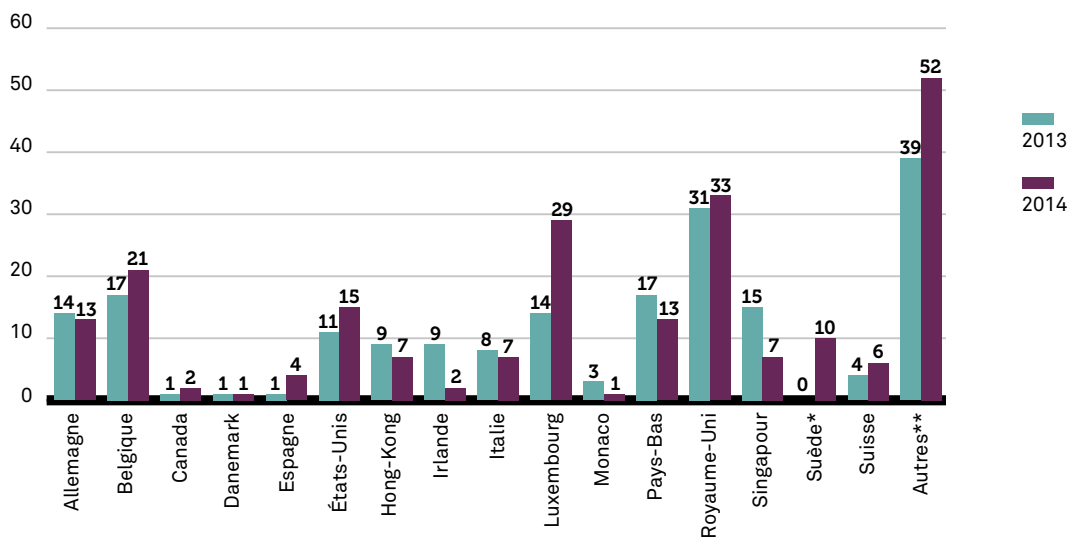
Elle a, dans ce cadre, adressé des requêtes d'assistance aux régulateurs de 40 pays différents.

L'AMF a, de son côté, reçu 223 requêtes d'assistance de ses homologues étrangers dont 50 ont donné lieu à l'ouverture d'une enquête par l'AMF. Elles concernaient des opérations relevant de la compétence de régulateurs étrangers et qui ont principalement été réalisées par des personnes situées en France.

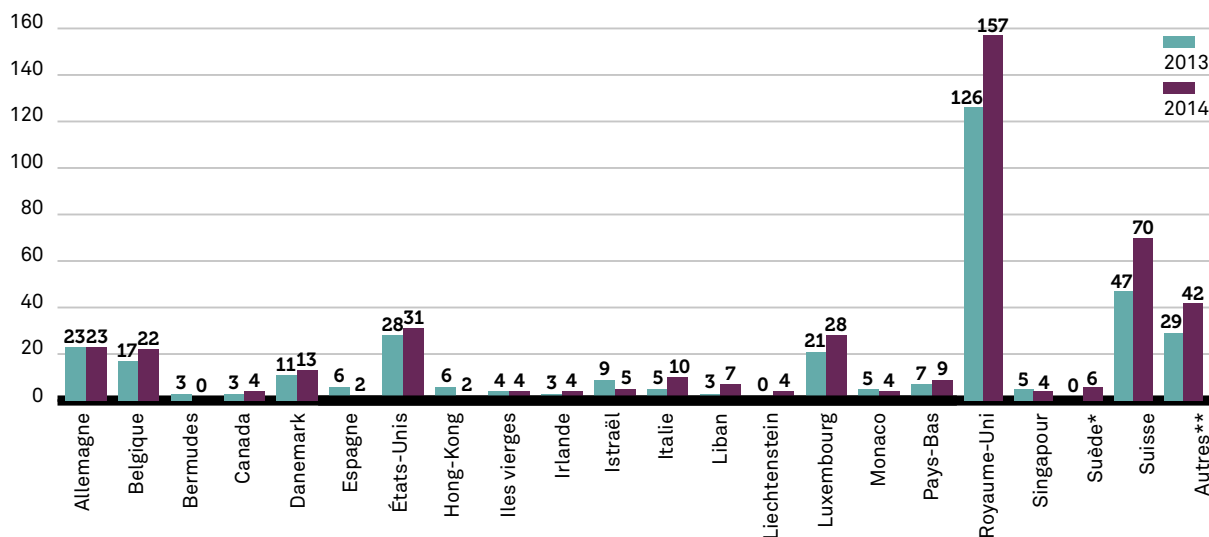
Plus de 34 % des requêtes d'assistance présentées par l'AMF sont adressées au régulateur britannique. Par ailleurs, les demandes adressées aux autorités américaines et suisses ont encore été nombreuses cette année.

Les enquêtes nécessitant une coopération internationale liée à la recherche d'opérations d'initiés restent les plus nombreuses.

### DEMANDES D'ASSISTANCE REÇUES PAR L'AMF DE SES HOMOLOGUES ÉTRANGERS



## DEMANDES D'ASSISTANCE ADRESSÉES PAR L'AMF À SES HOMOLOGUES ÉTRANGERS



Source : AMF

\* En 2013, ce pays figurait dans la rubrique « Autres ».

\*\* Ont été regroupées dans cette rubrique les autres demandes qui, en raison de leur faible quantité, n'ont pas été répertoriées par pays : Andorre, Autriche, Bahamas, Brésil, Chine, Chypre, Corée, Dubai, Géorgie, Grèce, Guernesey, Hongrie, Îles Cayman, Jersey, Malaisie, Malte, Maroc, Mexique, Pologne, Portugal, Qatar, République Tchèque, Russie, Taiwan et Turquie.

## Répartition des demandes d'assistance selon leur nature

	Demandes 2013		Demandes 2014	
	Reçues par l'AMF	Adressées par l'AMF	Reçues par l'AMF	Adressées par l'AMF
<b>Agrément</b>				
Demandes d'informations sur les intermédiaires	103	15	140	23
<b>Surveillance et recherche de manquements</b>				
Utilisation d'informations privilégiées	54	279	52	362
Communication de fausses informations	5	7	4	5
Manipulations de cours	15	40	7	25
Démarchages irréguliers	1	1	3	22
Franchissements de seuil	2	–	2	3
Surveillance ventes à découvert	3	–	4	–
Autre*	11	19	11	11
<b>TOTAL</b>	<b>194</b>	<b>361</b>	<b>223</b>	<b>451</b>

Source : AMF

\* Ont été regroupées dans cette rubrique les demandes d'assistance relatives à d'autres sujets tels que le règlement livraison, le reporting des transactions, les obligations professionnelles des CIF et des sociétés de gestion de portefeuille.

## 6. Les transmissions à d'autres autorités

---

Depuis la loi du 6 décembre 2013, le procureur de la République financier a seule compétence pour poursuivre les délits d'initié ou les délits de diffusion de fausse information et/ou de manipulation de cours<sup>6</sup>. L'AMF transmet ainsi le rapport d'enquête si l'un des griefs notifiés est susceptible de constituer l'un de ces délits.

Par ailleurs, l'AMF, dès lors qu'elle a connaissance d'un crime ou d'un délit, doit en informer sans délai le procureur de la République<sup>7</sup>. Ainsi les faits constatés susceptibles de revêtir une qualification pénale n'entrant pas dans le champ de compétence du procureur de la République financier seront transmis au procureur de la République du tribunal de grande instance compétent (le Parquet).

Les transmissions au Parquet peuvent aussi trouver leur origine dans des demandes d'avis formulées par les autorités judiciaires saisies de poursuites relatives

à des sociétés offrant des instruments financiers au public ou dans des infractions commises à l'occasion d'opérations de bourse<sup>8</sup>, ou dans le fait qu'une information judiciaire a été ouverte sur les mêmes faits.

Enfin, il peut s'agir d'une transmission au Parquet général compétent, afin qu'il apprécie la nécessité d'engager des poursuites disciplinaires contre un ou plusieurs commissaires aux comptes dans des cas de manquements à leurs règles professionnelles révélés par l'enquête.

En 2014, l'AMF a transmis à la justice 7 rapports d'enquête (dont 6 ont donné lieu à l'ouverture d'une procédure de sanction par l'AMF) et 4 rapports de contrôle.

Enfin, un rapport d'enquête et neuf rapports de contrôle ont été transmis à d'autres autorités administratives ou professionnelles françaises (TRACFIN, Direction générale de la concurrence de la consommation et de la répression des fraudes, Haut Conseil du commissariat aux comptes, etc.).

---

6. Articles 705-1 du code de procédure pénale et L. 621-15-1 du code monétaire et financier.

7. Article 40 du code de procédure pénale et L. 621-20-1 du code monétaire et financier.

---

8. Article L. 466-1 du code monétaire et financier.

1

2

3

4

5

6



# Chapitre 6

## Les transactions et les sanctions

1. Les évolutions .....	117
2. Les transactions .....	118
3. Les sanctions .....	122
4. Les recours .....	129

La Commission des sanctions est l'organe de jugement de l'AMF. Elle est saisie de procédures de sanction par le Collège de l'AMF qui en est l'organe de poursuite. Elle homologue les accords de composition administrative, aussi appelés « transactions », conclus par le secrétaire général et validés par le Collège.

La Commission des sanctions dispose du pouvoir de prononcer des sanctions pécuniaires et disciplinaires à l'égard des professionnels soumis au contrôle de l'AMF et des personnes physiques placées sous leur autorité ou agissant pour leur compte, au titre de tout manquement à leurs obligations professionnelles. Elle peut également sanctionner toute personne, physique ou morale, quelle que soit son activité, ayant commis ou tenté de commettre un manquement à la réglementation relative aux abus de marché ou ayant commis tout autre manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché.

Les sanctions pécuniaires prononcées peuvent atteindre jusqu'à 100 millions d'euros ou dix fois le montant des profits éventuellement réalisés. Les sanctions sont fixées en fonction de la gravité des infractions et des avantages ou profits retirés par la personne mise en cause.

# 1. Les évolutions

---

## A. LA COMMISSION DES SANCTIONS

Depuis janvier 2014, la Commission des sanctions est présidée par M. Michel Pinault, président de section au Conseil d'État et membre de la Commission des sanctions depuis juin 2011, qui a succédé à Mme Claude Nocquet, conseiller doyen de la chambre criminelle de la Cour de cassation.

À la date de rédaction du rapport annuel, la Commission des sanctions est composée comme suit :

- première section : M. Michel Pinault, président de la Commission des sanctions, Mme France Drummond, MM. Christophe Soulard, Bruno Gizard et Miriasi Thouch ;
- deuxième section : Mme Marie-Hélène Tric, présidente, Mme Anne-José Fulgeras, MM. Guillaume Goulard, Bernard Field et Lucien Millou.

## B. LA RÉFLEXION SUR LE PRINCIPE DU NON BIS IN IDEM

L'année 2014 a été marquée par l'arrêt *Grande Stevens*, rendu le 4 mars 2014 par la Cour européenne des droits de l'homme. Par cet arrêt, la Cour a condamné,

sur le fondement de la règle *non bis in idem*<sup>1</sup>, le cumul des sanctions administratives et pénales des abus de marché mis en œuvre par l'Italie. Cet arrêt qui concerne le système répressif italien pourrait être transposable au système français, comparable sur ce point. En effet, au moment de la ratification du protocole n° 7 de la Convention européenne des droits de l'homme dont l'article 4 est relatif au principe du *non bis in idem*, l'État français avait, comme l'État italien, émis une réserve afin de permettre le cumul des poursuites administratives et pénales. L'arrêt *Grande Stevens* remet en cause la validité de la réserve italienne.

Cet arrêt a conduit l'AMF à réfléchir à une modification du système. Dans ce cadre, un groupe de travail, co-présidé par le président de l'AMF et le président de la Commission des sanctions, a été constitué au sein de l'AMF.

---

1. Principe selon lequel nul ne peut être jugé deux fois pour les mêmes faits.



## 2. Les transactions

---

La procédure de composition administrative (appelée communément « transaction ») a été introduite par la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010. Ce mode de traitement des manquements des intermédiaires financiers à leurs obligations professionnelles, alternatif à la procédure de sanction, est devenu d'usage fréquent.

Le nombre de transactions conclues en 2014 est supérieur à celui de 2013 et rejoint le rythme de 2012. Près de la moitié des contrôles ayant eu pour suite une notification de griefs ont débouché sur une composition administrative. Ainsi, au cours de l'année 2014, 9 accords de composition administrative ont été homologués, ce qui porte à 20 le nombre d'accords de transaction homologués par la Commission des sanctions de l'AMF depuis l'entrée en vigueur du dispositif.

### A. LA PROCÉDURE

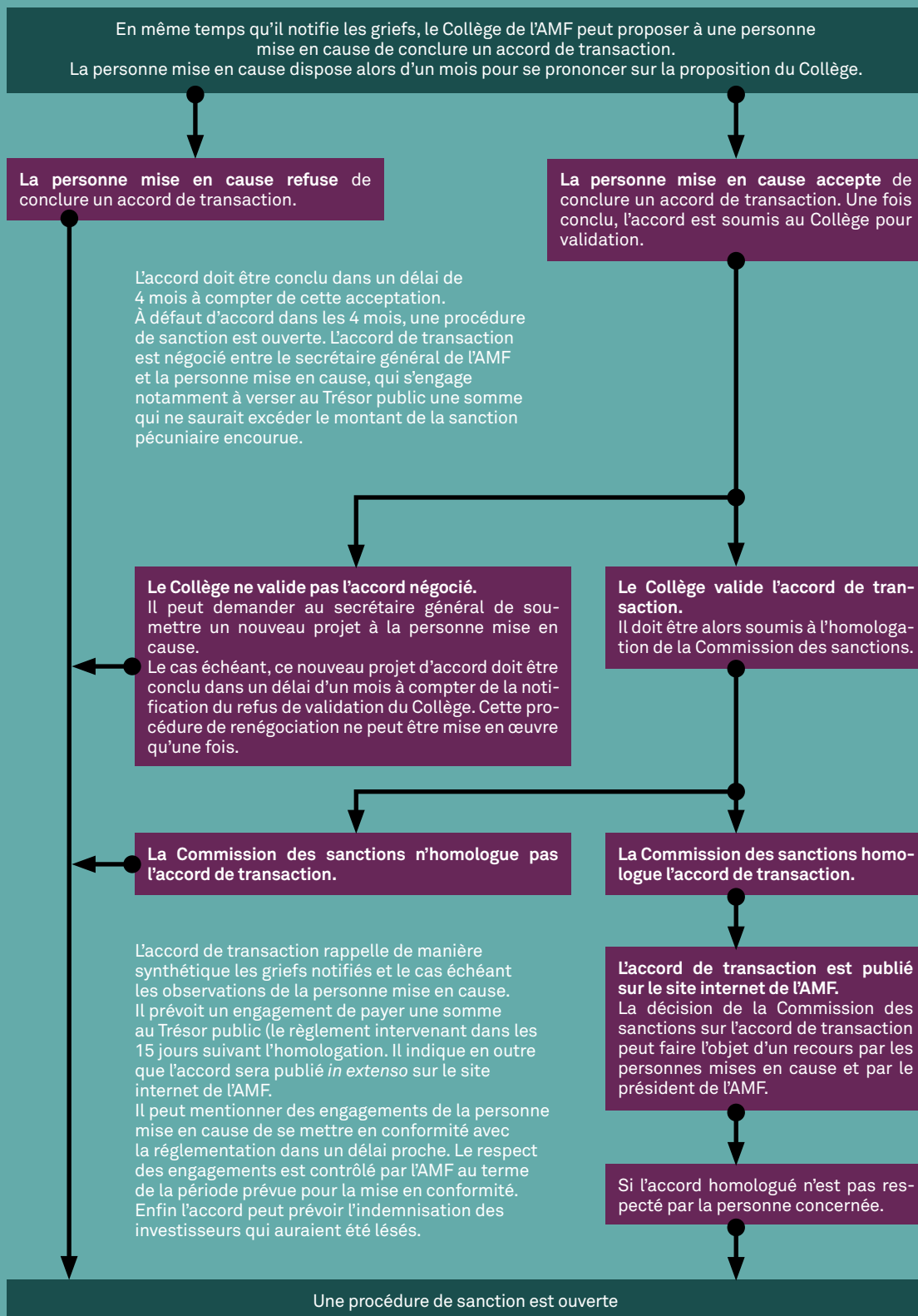
Le dispositif de transaction ne peut être proposé qu'en cas de manquements aux obligations professionnelles commis par les intermédiaires de marché, notamment, les prestataires de services d'investissement, les sociétés de gestion, les conseillers en investissements financiers, les démarcheurs et les personnes placées sous leur autorité ou agissant pour leur compte. Sont exclus de ce dispositif les abus de marché (manquement d'initié, diffusion de fausses informations et manipulation de cours) et les manquements commis par les infrastructures de marché (dépositaires

centraux, gestionnaires de système de règlement-livraison d'instruments financiers, chambres de compensation ou entreprises de marché).

L'intérêt de la composition administrative pour les praticiens réside dans le raccourcissement des délais de traitement des procédures, l'accord transactionnel devant être conclu dans un délai de quatre mois, et dans son rôle pédagogique par la prise d'engagements précis pour la mise en conformité avec la réglementation. Ce constat conduit ainsi l'AMF à proposer un élargissement de son périmètre à tous les manquements professionnels, à tous les manquements aux règlements européens ainsi qu'à tous les manquements relatifs aux règles d'information, à l'exclusion des abus de marché qui resteraient en dehors de ce champ.



## LA TRANSACTION



1  
2  
3  
4  
5  
6

## B. LES TRANSACTIONS EN 2014

### 1. Les chiffres

Nombre de transactions proposées par le Collège en 2014	8
Nombre d'accords de transaction conclus en 2014	9
Nombre d'accords de transaction validés par le Collège	9
Nombre d'accords homologués par la Commission des sanctions	9

Toutes les propositions d'entrée en voie de composition administrative formulées en 2014 ont été acceptées en 2014.

Les deux cas de composition administrative refusés en 2013 ont fait l'objet d'une procédure de sanction devant la Commission des sanctions en 2014.

### 2. Exemples d'accords de transaction publiés en 2014

#### a. Transaction conclue le 23 décembre 2013

Il était reproché au prestataire de services d'investissement, dans le cadre de son activité d'intermédiation en matière de dérivés, de ne pas avoir permis l'accès facile à certaines données relatives à la réception des ordres au-delà d'un délai de cinq jours de bourse et de ne pas avoir permis la reconstitution de chaque étape clé du traitement des ordres. Le prestataire de services d'investissement, ne pouvant contrôler aisément ni détecter tout risque de non-conformité relatif à l'exécution des ordres, n'avait pas permis à l'AMF d'accéder facilement à ces données.

Outre les engagements de mise en conformité convenus, la somme versée au Trésor public par les personnes concernées au titre de cet accord transactionnel a été de 50 000 euros.

#### b. Transaction conclue le 16 janvier 2014

Il était reproché à la société de gestion de portefeuille de ne pas avoir informé les porteurs d'un fonds, indexé sur un indice de stratégie propriétaire sur matières premières et énergie, sur les frais prélevés sur une partie de la performance de cet indice. Le manquement portait aussi sur la mauvaise information relative aux risques de conflits d'intérêts engendrés par l'appartenance au même groupe de la société responsable

de la mise en œuvre de cet indice et de la société contrepartie et agent de calcul des flux du *swap* sur cet indice.

Il lui était en outre reproché de ne pas avoir respecté les conditions de son agrément et d'avoir méconnu l'intérêt de ses porteurs du fait de l'absence d'indépendance et d'efficacité de son dispositif de contrevalorisation quotidienne des deux *swaps* structurant le fonds et notamment de l'option sous-jacente au *swap* servant la performance indiciaire.

Enfin, le dispositif de contrôle des risques était carencé en matière de procédures d'évaluation de l'exposition des OPCVM aux risques de marché, de liquidité et de contrepartie, le contrôleur des risques n'avait pas mené de diligence à ce sujet sur le fonds en cause et il n'existait pas de contrôle de second niveau sur la valorisation des instruments dérivés, en contradiction avec l'extension du programme d'activité ayant trait à l'utilisation d'instruments financiers complexes.

Outre les engagements de mise en conformité convenus, la somme versée au Trésor public par les personnes concernées au titre de cet accord transactionnel a été de 40 000 euros.

#### c. Transaction conclue le 27 mars 2014

Il était reproché à la société de gestion de portefeuille des lacunes en matière de suivi des couvertures liées aux ordres avec service de règlement et de livraison différés. Plus précisément, la société de gestion n'avait pas respecté certaines obligations liées à la tenue de compte-conservation, d'une part, en attribuant, par voie conventionnelle, et sans supervision à une autre société de gestion le contrôle a priori des couvertures des ordres de bourse avec service en règlement différé transmis téléphoniquement et d'autre part, en lui

confiant ponctuellement et sans suivi le soin d'agir auprès de ses clients pour obtenir a posteriori les réajustements de couverture requis.

En outre, il lui était reproché d'avoir utilisé les avoirs de la clientèle pour honorer ses obligations de livraison au comptant des titres (« tirage sur la masse ») et ce, sans autorisation des clients et en comptabilisant de manière indivise l'ensemble des titres des clients finaux.

Outre les engagements de mise en conformité convenus, la somme versée au Trésor public par les personnes concernées au titre de cet accord transactionnel a été de 280 000 euros.

#### **d. Transaction conclue le 9 juillet 2014**

Il était fait grief à la société de gestion de portefeuille de ne pas avoir agi, pour six fonds sous gestion, de façon indépendante et de ne pas s'être assurée que les décisions de gestion étaient prises dans le seul intérêt des porteurs en laissant prendre à six sociétés tierces – non agréées pour la gestion d'organismes de placement collectifs, avec lesquelles elle avait conclu des partenariats – l'essentiel des décisions de gestion financière. Il lui était aussi reproché des dépassements de ratios réglementaires, des changements d'orientation de gestion, ce qui aurait entraîné des baisses de performance des fonds et porté atteinte à la primauté de l'intérêt des porteurs. Outre les engagements de mise en conformité convenus, la somme versée au Trésor public par les personnes concernées a été de 275 000 euros.

#### **e. Transaction conclue le 26 août 2014**

Il était reproché à la société de n'avoir pas suivi, lors de la crise de la dette souveraine européenne du second semestre 2011, la procédure écrite prévue pour valoriser les instruments financiers détenus à l'actif d'un fonds en cas de « forçage du cours<sup>2</sup> » ; d'avoir, pour forcer leur cours, procédé de façon discrétionnaire à un calcul théorique des cours ; de ne pas avoir conservé de justificatif des méthodes et éléments de ses calculs de la juste valeur des actifs détenus par ses OPCVM, obérant ainsi toute possibilité de contrôle de leur pertinence.

Cette procédure n'était en outre ni complète ni opérationnelle : elle ne définissait ni la qualité du contributeur d'origine, ni le critère de choix du contributeur de

remplacement, ni la méthode de vérification de la fiabilité du prix affiché par celui-ci, ni, enfin, le modèle de valorisation du cours théorique.

Il lui est aussi reproché de n'avoir pas informé le commissaire aux comptes en charge de la certification des comptes du fonds des modalités de forçage du cours. Le rapport annuel 2011 du fonds concerné omettait en outre de mentionner le recours au calcul d'un cours théorique qu'il estimait être le plus juste en cas de forçage du cours d'instruments obligataires. Les informations présentées dans ce rapport, relatives aux modalités de valorisation d'instruments obligataires du fonds, étaient donc partiellement inexacts et partant trompeuses.

Outre les engagements de mise en conformité convenus, la somme versée au Trésor public par les personnes concernées a été de 70 000 euros.

#### **f. Transaction conclue le 5 novembre 2014**

Un premier grief portait sur les insuffisances du dispositif de lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme de la société de gestion de portefeuille. Le dispositif du prestataire de services d'investissement, applicable à l'ensemble du groupe auquel il appartient, s'est révélé incomplet en ce qu'il ne prenait pas en compte toutes les spécificités de l'organisation et des activités de la société de gestion. Le rôle des gérants et du responsable de la lutte contre le blanchiment n'y était pas défini. Les obligations d'identification des clients et de vigilance à leur égard étaient méconnues, notamment des obligations spécifiques d'identification des bénéficiaires effectifs des personnes morales, par manque de « moyens adaptés » et suffisants et l'obligation de mettre en œuvre des mesures de vigilance complémentaire à l'égard des clients identifiés comme « sensibles » ou « très sensibles », n'a pas été respectée.

Le second grief portait sur les insuffisances de contrôle de second niveau en matière de lutte contre le blanchiment, les défaillances décelées par le rapport de l'inspection du prestataire de services d'investissement n'ayant pas été corrigées. La société de gestion aurait ainsi méconnu son obligation d'établir et de maintenir opérationnels des mécanismes de conformité appropriés et efficaces.

Outre les engagements de mise en conformité convenus, la somme versée au Trésor public par les personnes concernées a été de 135 000 euros.

2. *Changement des références de valorisation en l'absence des références habituelle, ce procédé doit suivre une procédure écrite.*

# 3. Les sanctions

---

## A. LA PROCÉDURE

### 1. Le déroulement de la procédure de sanction



## 2. Les principaux enseignements de l'année 2014

Au cours de l'année 2014, plusieurs décisions de la Commission des sanctions et des juridictions de recours ont apporté des précisions intéressantes quant à la procédure de sanction suivie devant la Commission des sanctions :

**Sur le délai de prescription** : par décision du 28 mars 2014, le Conseil d'État a rejeté le recours du président de l'AMF contre la décision de la Commission des sanctions du 19 avril 2012 qui avait considéré que les faits qui lui étaient soumis étaient prescrits. Le Conseil d'État a décidé que lorsque sont en cause des manquements aux obligations professionnelles relatives à la cohérence, avec les caractéristiques de l'investissement proposé, de l'information fournie au public dans les documents accompagnant la commercialisation de produits financiers, le point de départ de la prescription doit être fixé au jour où le manquement est apparu et a pu être constaté dans des conditions permettant l'exercice d'un contrôle par l'AMF. Ainsi, en l'espèce, le Conseil d'État a considéré que l'AMF aurait pu procéder à un contrôle des obligations professionnelles des sociétés mises en cause dès le dépôt des demandes d'agrément des fonds ayant commercialisé les produits financiers litigieux.

**Sur la reprise de procédure** : par décision du 6 octobre 2014, la Commission des sanctions a estimé qu'elle pouvait valablement se prononcer à nouveau sur des griefs notifiés à des personnes mises en cause, alors que sa première décision rendue, concernant les mêmes griefs, avait été annulée pour violation de l'article 6 § 1 de la Convention européenne des droits de l'homme par la Cour d'appel de Paris. La Cour avait en effet constaté que ces mis en cause n'avaient pas été mis en mesure d'exercer leur droit de récusation. Par plusieurs décisions, la Commission des sanctions avait déjà validé une telle reprise de procédure à la suite de l'annulation d'une décision par le Conseil d'État. L'une de ces décisions avait été confirmée par le Conseil d'État. Les personnes sanctionnées ont formé un recours devant la Cour d'appel de Paris contre la décision du 6 octobre 2014.

**Sur la coopération internationale** : dans ses arrêts du 3 avril et du 2 octobre 2014, la Cour d'appel de Paris a rappelé que la régularité des actes accomplis par un homologue étranger à la suite d'une demande d'assistance formulée par l'AMF s'apprécie en vertu du *Multi-lateral Memorandum of Understanding* (MMOU) de l'Organisation internationale des commissions de valeurs, au regard des règles de procédure de l'autorité saisie. Ainsi, une méconnaissance des dispositions légales ou réglementaires françaises, non applicables par l'autorité saisie, ne peut valablement être invoquée.

### Procédures de sanctions en 2014

Nombre d'affaires reçues par la Commission des sanctions	18*
Nombre de décisions rendues par la Commission des sanctions	24

\* La Commission des sanctions est saisie par le président de l'AMF qui transmet au président de la Commission des sanctions copie des notifications de griefs adressées aux mis en cause (art. R. 621-38 du code monétaire et financier).

## B. LES SANCTIONS EN 2014

### 1. Les chiffres

Au cours de l'année 2014, les 24 décisions rendues par la Commission des sanctions (hors les 9 décisions d'homologation de composition administrative) ont concerné 87 personnes (dont 34 personnes morales et 53 personnes physiques). Elles ont abouti à la mise hors de cause de 8 personnes (dont 4 personnes morales et 4 personnes physiques) et au prononcé de 79 sanctions pécuniaires dont 13 étaient assorties d'une sanction disciplinaire.

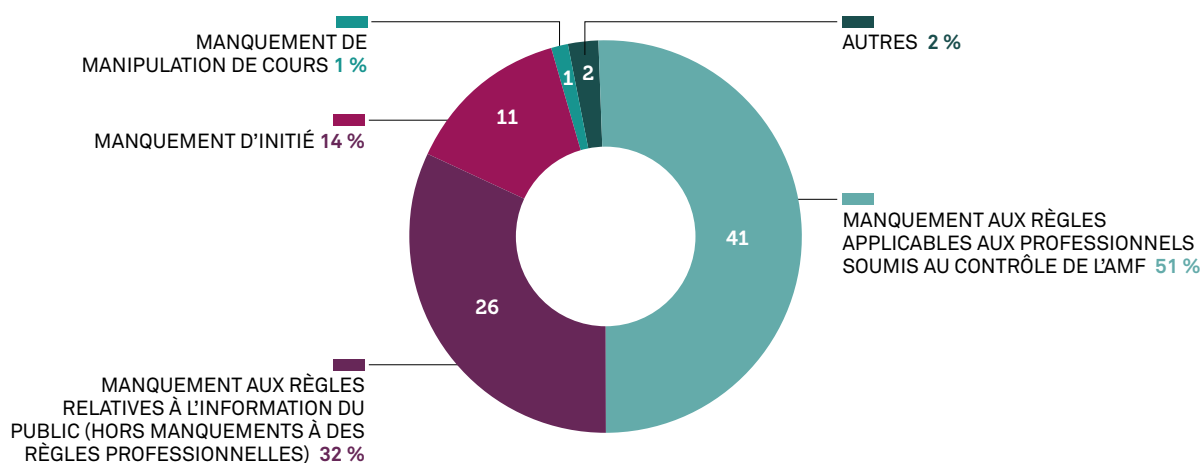
Les 79 sanctions pécuniaires prononcées, allant de 5 000 euros à 8 millions d'euros, s'élèvent à un montant total de 32 863 500 euros. Elles sont réparties entre 30 personnes morales et 49 personnes physiques.

Les 13 sanctions disciplinaires prononcées par la Commission des sanctions, qui concernent 10 personnes physiques et 3 personnes morales, se décomposent comme suit :

- 3 interdictions définitives d'exercer portant au moins sur une activité ;
- 5 interdictions temporaires d'exercer portant au moins sur une activité ;
- 4 blâmes ;
- 1 avertissement.

Les décisions de la Commission des sanctions ayant donné lieu au prononcé d'une sanction concernent les manquements indiqués dans le graphique ci-dessous. Les décisions rendues ont toutes été publiées sur le site internet de l'AMF.

### MANQUEMENTS SANCTIONNÉS EN 2014\*



\* Une décision peut porter sur plusieurs manquements.

## 2. Exemples de décisions de la Commission des sanctions en 2014

### a. Décision du 7 avril 2014 : sanctions prononcées à l'égard d'intermédiaires en biens divers

Par décision en date du 7 avril 2014, la Commission des sanctions réunie en séance plénière a considéré que 20 des 23 personnes ayant reçu une notification de griefs dans le cadre de cette procédure, avaient manqué aux obligations professionnelles qui leur étaient applicables en leur qualité d'intermédiaires en biens divers. La Commission a prononcé des sanctions pécuniaires pour un montant total de 3 819 500 euros ainsi que des sanctions disciplinaires (interdictions définitives et temporaires d'exercice).

Dans cette affaire, la Commission des sanctions a considéré que les opérations qui lui étaient soumises répondaient à la définition d'opérations en biens divers, le montage concernant l'acquisition d'œuvres d'art. Ainsi, les personnes proposant à titre habituel à des tiers, directement ou indirectement, par voie de publicité ou de démarchage, l'acquisition d'un droit de propriété sur ces œuvres d'art, alors que les souscripteurs n'en assuraient pas eux-mêmes la gestion, ont été qualifiés d'intermédiaires en biens divers. Il en a été de même pour les personnes ayant recueilli des fonds à cette fin ou pour celles ayant assuré la gestion de ces biens, étant précisé qu'une même personne pouvait cumuler plusieurs fonctions.

Plusieurs précisions ont été données par la Commission des sanctions sur son interprétation des textes. Ainsi, la décision permet de retenir que :

- le fait de proposer les produits en cause par voie de publicité doit s'entendre de tout mode de commercialisation s'appuyant sur une publicité, ou l'utilisant dans la relation avec l'investisseur, que cette publicité ait été ou non conçue ou diffusée par chacun des intermédiaires en biens divers concernés ;
- n'est pas un intermédiaire en biens divers celui qui, de façon isolée, propose une opération sur biens divers dans le cadre d'activités professionnelles ayant un autre objet ;
- recueille des fonds aux fins d'acquisition de biens divers, toute personne, physique ou morale, qui se livre à des actes matériels de réception de chèques ou d'encaissement, que ce soit pour son compte ou pour le compte d'une autre personne, physique ou morale, dont elle serait le préposé ou le dirigeant.

Des recours ont été formés par certaines personnes sanctionnées contre cette décision devant le Conseil d'État et devant la Cour d'appel de Paris.

### b. Décision du 25 avril 2014 : sanctions prononcées à l'égard de fonds d'investissement pour manquement d'initié

Par décision du 25 avril 2014, la Commission des sanctions de l'AMF a infligé aux sociétés Elliott Advisors et Elliott Management des sanctions pécuniaires de 8 millions d'euros chacune.

Il était reproché à Elliott Advisors d'avoir transmis à la société Elliott Management une information privilégiée sur l'existence de négociations en vue de la cession par le fonds d'investissement Elliott de sa participation dans le capital de la société Autoroutes Paris Rhin-Rhône (APRR) à Eiffarie. Il était également reproché à Elliott Management et Elliott Advisors d'avoir utilisé cette information privilégiée et d'avoir procédé à une manipulation de cours du titre APRR.

En 2006, la société Eiffarie a déposé une garantie de cours sur les titres APRR en vue de détenir, directement et indirectement, plus de 95 % des droits de vote d'APRR et de déposer un projet d'offre publique de retrait. Toutefois, à la clôture de cette garantie de cours, Eiffarie ne détenait que 81,48 % du capital et des droits de vote de la société APRR. Dans ce contexte, les co-dirigeants d'Elliott Management et certains membres de l'équipe de négociation et de gestion de la couverture d'Elliott Advisors, ont décidé d'entamer une stratégie d'investissement sur le titre APRR consistant à acquérir un nombre suffisant d'actions à un prix raisonnable en vue de constituer un bloc de titres important, dont le fonds d'investissement Elliott pourrait ensuite négocier la cession auprès d'Eiffarie dans des conditions avantageuses. Cette stratégie a été mise en œuvre par Elliott Advisors après consultation d'Elliott Management.

En avril 2010, Elliott Advisors a fait une offre de cession à Eiffarie de l'ensemble des titres détenus par le fonds d'investissement Elliott. Relevant qu'au 27 mai 2010, les parties avaient envisagé les conditions de financement du projet, fixé les conditions relatives au nombre d'actions minimum sur lequel l'opération devait porter, discuté d'une première fourchette de prix par action APRR et décidé de poursuivre les négociations au cours d'une réunion dont la date et le lieu étaient fixés, la Commission des sanctions a considéré que l'informa-

1  
2  
3  
4  
5  
6

tion relative à l'existence de négociations en vue de la vente par le Fonds Elliott de sa participation dans le capital d'APRR à Eiffarie revêtait, à cette date, les caractéristiques d'une information privilégiée.

La Commission des sanctions a constaté la détention de l'information privilégiée par Elliott Advisors dès le 27 mai 2010 et a établi, en application de la méthode du faisceau d'indices, la transmission de cette information à Elliott Management, qui l'avait ensuite utilisée pour acquérir des actions APRR pour le compte des fonds qu'elle gérât.

En revanche, la Commission des sanctions a écarté le grief d'utilisation de l'information privilégiée notifié à d'Elliott Advisors au motif que cette dernière, qui, certes, avait passé les ordres, n'était intervenue qu'à la demande et pour le compte d'Elliott Management. La Commission des sanctions a également écarté le grief de manipulation de cours reproché tant à Elliott Advisors qu'à Elliott Management.

Elliott Management et Elliott Advisors ont formé un recours contre cette décision devant la Cour d'appel de Paris. La Cour ne s'est pas encore prononcée.

### **c. Décision du 22 juillet 2014 : un cas d'application de la jurisprudence dite « Spector »**

Par décision en date du 22 juillet 2014, la Commission des sanctions de l'AMF a mis hors de cause une personne morale et a prononcé des sanctions pécuniaires de 70 000 euros, 90 000 euros, 50 000 euros, 30 000 euros et 20 000 euros à l'encontre, respectivement de la société Safetic, de M. D, de la société Arkéon, de M. E et de la société HSBC France. La Commission des sanctions a, en outre, prononcé un avertissement à l'encontre de la société Arkéon.

Dans cette affaire, la Commission des sanctions a fait application de la jurisprudence dite « Spector » de la Cour de justice de l'Union européenne (CJUE). Il est rappelé qu'il a été jugé qu'il n'est pas suffisant qu'un initié primaire en possession d'une information privilégiée effectue une opération de marché sur les instruments financiers concernés par cette information pour que cette opération caractérise un manquement d'initié. Seule une utilisation indue, contraire à la finalité de la directive abus de marché, constitue une opération d'initié prohibée.

En l'espèce, il était reproché à M. D, président-directeur général de la société Safetic, d'avoir procédé à des cessions de titres Safetic alors qu'il détenait des informations privilégiées tenant aux difficultés financières de cette société. Pour combattre la présomption d'utilisation indue de l'information privilégiée, M. D faisait valoir, au sujet de l'une des cessions de titres litigieuses, qu'elle était intervenue dans un contexte particulier de soutien financier au profit de la société.

La Commission des sanctions a retenu que la cession était intervenue pour faire face aux besoins ponctuels en fonds de roulement de Safetic et que ces ventes, qui n'ont porté que sur une part très faible des titres détenus par M. D, ont cessé le jour où celui-ci a eu l'assurance de sa banque qu'elle lui accorderait un prêt contre une garantie de 100 000 titres Safetic, avant d'en déduire qu'il ne saurait être considéré que M. D a fait une utilisation indue de l'avantage que lui procurait la détention de l'information privilégiée, et d'écarter ainsi le grief.

S'agissant des deux autres cessions en cause, la Commission des sanctions a considéré, pour l'une, que la transaction n'était pas susceptible d'être sanctionnée comme caractérisant un manquement d'initié, et pour l'autre, que le manquement était constitué. Enfin, la Commission des sanctions a jugé que les transactions réalisées par M. D auraient dû être déclarées à l'AMF, peu important que la part des titres cédés au regard de la totalité de son portefeuille de titres Safetic soit faible.

Enfin, la Commission des sanctions a considéré que les griefs notifiés à la société HSBC, à la société Arkéon Finance et à M. E étaient caractérisés, à l'exception du grief tiré du manque de loyauté d'Arkéon Finance envers ses clients.

La société Safetic et M. D ont formé un recours contre cette décision devant la Cour d'appel de Paris. Le président de l'AMF a formé un recours incident devant la Cour d'appel de Paris par lequel il conteste l'application par la Commission des sanctions de la jurisprudence « Spector ». La société Arkéon a formé un recours devant le Conseil d'État.





#### **d. Décision du 1<sup>er</sup> octobre 2014 : extension d'un grief de manipulation de cours à d'autres séquences manipulatoires**

Par décision du 1<sup>er</sup> octobre 2014, la Commission des sanctions a prononcé à l'encontre de M. A et de la société Bourse Direct des sanctions pécuniaires s'élevant respectivement à 75 000 et 250 000 euros.

Il était reproché à M. A d'avoir manqué à l'obligation de s'abstenir de procéder à des manipulations de cours et d'avoir diffusé sur certains forums boursiers de fausses informations.

Bourse Direct était, quant à elle, poursuivie pour ne pas avoir disposé d'une fonction conformité ayant les ressources et l'expertise nécessaire à l'exercice de sa mission, et plus particulièrement pour ne pas avoir mis en place l'organisation et les procédures adéquates afin de détecter les opérations suspectes en matière de manipulation de cours. Il lui était également reproché de ne pas avoir déclaré à l'AMF les opérations dont elle avait des raisons de suspecter qu'elles pourraient constituer des abus de marché.

Après avoir décrit le mode opératoire suivant lequel M. A intervenait sur le marché, la Commission des sanctions a caractérisé le manquement de manipulation de cours sur une séquence manipulatoire et a étendu son raisonnement à 202 autres séquences réalisées selon le même mode opératoire et portant sur d'autres valeurs. En revanche, la Commission des sanctions a estimé que si en donnant, sur des forums, des avis sur certaines valeurs sans informer les éventuels lecteurs des positions qu'il détenait sur celles-ci et donc du conflit d'intérêts dans lequel il se trouvait, M. A avait diffusé de fausses informations, cela n'était pas, en soi, suffisant pour qualifier un deuxième manquement de manipulation de cours.

S'agissant de la société Bourse Direct, la Commission des sanctions a estimé que Bourse Direct ne disposait pas d'une fonction conformité ayant les ressources et l'expertise nécessaire à l'exercice de sa mission, et plus particulièrement qu'elle n'avait pas mis en place l'organisation et les procédures adéquates afin de détecter les opérations suspectes en matière de manipulation de cours.

La société Bourse Direct a formé un recours contre cette décision devant le Conseil d'État.

#### **e. Décision du 27 octobre 2014 : manquement d'un émetteur à ses obligations en matière d'information financière**

Par décision du 27 octobre 2014, la Commission des sanctions a prononcé à l'encontre de la société Europacorp une sanction pécuniaire de 200 000 euros.

Il était reproché à la société Europacorp de ne pas avoir communiqué une information exacte, précise et sincère dans un communiqué de presse et dans les annexes de ses comptes consolidés 2009 et 2010.

S'agissant d'abord de l'information fournie dans le communiqué de presse, qui évoquait une marge opérationnelle « *particulièrement réduite* », la Commission des sanctions a considéré que ce communiqué n'était pas suffisamment précis ni sincère pour permettre au marché d'anticiper les résultats négatifs finalement publiés.

S'agissant ensuite du caractère exact, précis et sincère des annexes aux comptes consolidés 2009 et 2010, après avoir rappelé que le grief ne portait pas sur le fond – la manière dont Europacorp comptabilisait et dépréciait les frais préliminaires qu'elle engageait pour un projet de film –, mais sur la précision et l'exactitude de la règle qui figure en annexe des comptes consolidés, la Commission a retenu le grief en considérant

que cette note annexe aux comptes consolidés au 31 mars 2009 donnait au public une information imprécise et inexacte sur la règle de traitement des frais préliminaires par Europacorp. La même critique a été faite à la note annexe aux comptes consolidés au 31 mars 2010.

En revanche, la Commission des sanctions n'a pas retenu les griefs relatifs à l'absence de dépréciation, pour la totalité de leurs valeurs, de deux actifs d'Europacorp, aussi bien au 31 mars 2009 qu'au 31 mars 2010.

Enfin, les commissaires aux comptes, qui étaient poursuivis pour avoir diffusé une fausse information au marché en certifiant les comptes sans réserve ont été mis hors de cause.

La société Europacorp a formé un recours devant la Cour d'appel de Paris contre la décision du 27 octobre 2014. Le président de l'AMF a formé un recours incident contre cette décision.

#### **f. Décision du 18 décembre 2014 : manquement d'un émetteur à ses obligations en matière d'information financière – relations avec les analystes financiers**

Par décision du 18 décembre 2014, la Commission des sanctions de l'AMF a prononcé une sanction pécuniaire d'un montant de 2 000 000 euros à l'encontre de la société Faurecia et une sanction pécuniaire d'un montant de 100 000 euros à l'encontre de son président-directeur général, M. Yann Delabrière.

Il était reproché à la société Faurecia et à son président-directeur général d'avoir manqué à leurs obligations d'information dans le cadre de la publication de communiqués de presse et à l'occasion de discussions ayant eu lieu avec des analystes financiers.

La Commission des sanctions a d'abord retenu que Faurecia avait, aux termes d'un communiqué de presse, confirmé les objectifs précédemment annoncés au public, et notamment la fourchette de marge opérationnelle, tandis qu'elle avait indiqué à des analystes lors d'une conférence téléphonique qui s'est tenue le même jour que sa marge opérationnelle se situerait dans le bas de la fourchette. La Commission des sanctions en a déduit que :

- puisqu'il n'était pas démontré que le public ait été invité à se connecter à cette conférence téléphonique dans les mêmes conditions que les analystes, ni que l'enregistrement de cette conférence téléphonique ait été porté à la connaissance du public, Faurecia n'avait pas « assuré en France « un accès égal et dans les mêmes délais aux sources et canaux d'information que l'émetteur ou ses conseils mettent à la disposition des analystes financiers » au sens des dispositions de l'article 223-10-1 du règlement général de l'AMF » ;
- dans la mesure où Faurecia pouvait anticiper que la marge opérationnelle serait proche de la limite basse de la fourchette, elle n'avait pas fourni au public une information exacte, précise et sincère.

Ensuite, la Commission des sanctions a considéré que la société, qui détenait une information privilégiée relative à ses prévisions, ne l'avait pas communiquée « dès que possible » au public, en violation des obligations prévues dans le règlement général de l'AMF.

La société Faurecia et M. Yann Delabrière ont formé un recours devant la Cour d'appel de Paris.

# 4. Les recours

---

## A. LA PROCÉDURE

Toute décision prononcée par la Commission des sanctions peut faire l'objet d'un recours dans les deux mois suivant sa notification :

- devant le Conseil d'État, pour les sanctions prononcées à l'encontre de professionnels soumis au contrôle de l'AMF (prestataires de services d'investissement, conseillers en investissements financiers, dépositaires, membres de marchés réglementés...) ou à l'encontre des personnes placées sous leur autorité ou agissant pour leur compte ;
- devant la Cour d'appel de Paris dans les autres cas.

Le président de l'AMF peut également former un recours dans les conditions prévues par le code monétaire et financier. Il dispose d'un délai de deux mois à compter de la notification de la décision de la Commission des sanctions pour former un recours principal, et d'un délai de deux mois à compter de la notification d'un recours principal déposé par une personne sanctionnée, pour former un recours incident.

## B. LES RECOURS EN 2014

### 1. Les chiffres

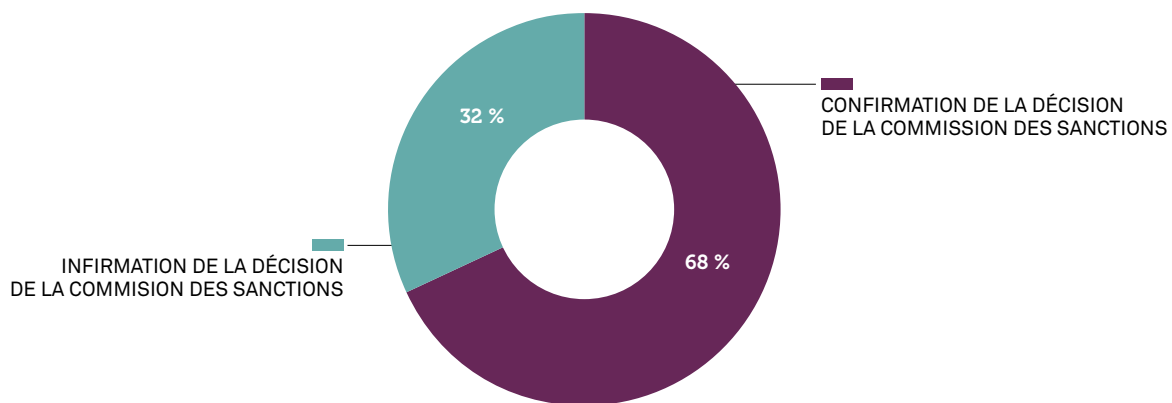
#### a. Les décisions rendues par les juridictions de recours en 2014

- Par la Cour d'appel de Paris

Au cours de l'année 2014, 4 ordonnances ont été rendues par le magistrat délégué par le président de la Cour d'appel de Paris portant sur des demandes de suspension de l'exécution de décisions de la Commission des sanctions. Ces 4 ordonnances ont rejeté les demandes des requérants.

La Cour d'appel de Paris n'a rendu aucun arrêt portant sur une question prioritaire de constitutionnalité. Elle a rendu 6 arrêts, hors demandes de suspension d'exécution, concernant 21 recours formés par des personnes sanctionnées par la Commission des sanctions et 1 recours formé à titre incident par le président de l'AMF. Ces arrêts ont abouti aux solutions suivantes :

### ARRÊTS RENDUS PAR LA COUR D'APPEL DE PARIS, HORS DEMANDES DE SUSPENSION D'EXÉCUTION EN 2014 (PAR RECOURS)



Le recours incident formé par le président de l'AMF contre la décision de la Commission des sanctions a été rejeté.

- **Par la Cour de cassation**

Au cours de l'année 2014, la Cour de cassation a dit n'y avoir lieu à transmission au Conseil constitutionnel de l'unique question prioritaire de constitutionnalité qui lui a été soumise.

Elle a rendu 2 arrêts par lesquels, dans chaque espèce, elle a rejeté le pourvoi formé par le demandeur.

- **Par le Conseil d'État**

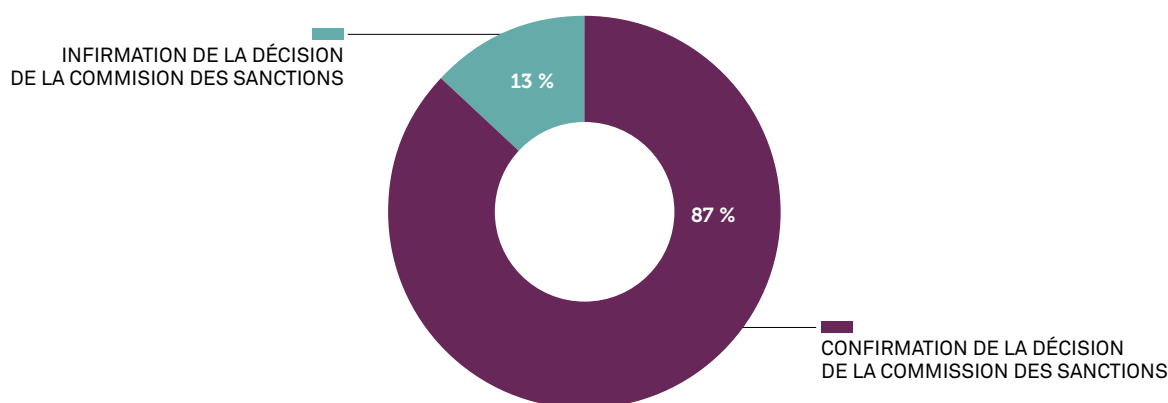
Au cours de l'année 2014, le Conseil d'État n'a rendu aucune décision portant sur une demande de suspension de l'exécution d'une décision de la Commission des sanctions.

Le Conseil d'État a refusé de transmettre au Conseil constitutionnel les 4 demandes portant sur des questions prioritaires de constitutionnalité lui ayant été soumises au cours de l'année.

Le Conseil d'État a rendu 7 décisions, hors questions prioritaires de constitutionnalité, concernant 16 recours formés par des personnes sanctionnées par la Commission des sanctions, 2 recours formés à titre principal par le président de l'AMF et 4 recours formés à titre incident par le président de l'AMF. Les 16 recours formés par les personnes sanctionnées ont été rejetés par le Conseil d'État. Le Conseil d'État a rejeté les 2 recours formés à titre principal et l'un des recours formé à titre incident par le président de l'AMF. Il a accueilli les 3 autres recours incidents du président de l'AMF. Au total, les décisions du Conseil d'État ont abouti aux solutions suivantes :

*En 2014, 77 % des recours contre les décisions de la Commission des sanctions ont été rejetés par la Cour d'appel de Paris et le Conseil d'État.*

## DÉCISIONS RENDUES PAR LE CONSEIL D'ÉTAT, HORS QPC EN 2014 (PAR RECOURS)



### b. Les recours formés contre les décisions de la Commission des sanctions rendues en 2014

Sur les 24 décisions rendues en 2014 par la Commission des sanctions (hors accord de composition administrative), 15 décisions ont fait l'objet d'au moins un recours. Au total, 38 recours ont été formés dont 36 par des personnes sanctionnées et 2 déposés à titre incident par le président de l'AMF. Le président de l'AMF

n'a formé aucun recours à titre principal contre les décisions de la Commission des sanctions rendues en 2014.

Ainsi 63% des décisions de la Commission des sanctions rendues en 2014 font l'objet d'au moins un recours. Ce taux est supérieur à celui constaté en 2013 (42%) et en 2011 (45%) sans atteindre le taux de 68% constaté en 2012.



### c. Exemples de décisions rendues par les juridictions de recours en 2014

#### • Cour d'appel de Paris, 3 avril 2014, n° 2012/23179

Dans son arrêt du 3 avril 2014, la Cour d'appel de Paris a rejeté les recours formés par la société Orco et M. B et a partiellement réformé la décision de la Commission des sanctions du 22 octobre 2012 en disant non établi le manquement d'initié reproché à M. C.

La Cour a considéré que les éléments retenus par la décision pour apprécier le caractère privilégié de l'information utilisée par M. C n'étaient pas, pris ensemble ou isolément, assez « précis » au sens de l'article 621-1 du règlement général de l'AMF pour caractériser l'existence d'une information privilégiée.

La Cour a observé, au surplus, qu'il n'était pas non plus établi que cette conjonction d'éléments, si elle était parvenue à la connaissance du marché, aurait été, en elle-même, de nature à aggraver la tendance baissière du titre concerné observée au cours du dernier trimestre 2008.

#### • Conseil d'État, 16 juillet 2014, n° 365103 et n° 365941

Par deux décisions du 16 juillet 2014, le Conseil d'État a rejeté les recours formés par la société Fival et MM. C, A, B, D et E contre les décisions de la Commission des sanctions du 7 novembre 2012 et du 10 décembre 2012. Le Conseil d'État a considéré qu'étaient caractérisés les griefs tirés :

- de la commercialisation d'obligations par voie de démarchage non autorisé, puisque « M. E agissant pour le compte de la société Fival, a proposé à au moins trois personnes physiques clientes de cette société, en se rendant à leur domicile, de souscrire des obligations qui, d'une part, n'étaient

*pas admises aux négociations sur les marchés réglementés et qui, d'autre part, ne correspondaient ni par leur montant, ni par leur niveau de risque, à des opérations que ces clients avaient l'habitude de réaliser » ;*

- de la délivrance d'informations imprécises, inexactes et trompeuses sur les caractéristiques et les risques attachés aux obligations ;
- du défaut d'évaluation de l'adéquation entre le profil et les objectifs des clients et le produit proposé, dans la mesure où « les éléments recueillis en la matière par la société Fival étaient dans un cas, soit postérieurs à l'opération, soit dépourvus de date certaine et, dans le second cas, largement insuffisants au regard notamment des informations obtenues sur la situation financière, l'expérience en matière d'investissement et les objectifs du client » ;
- du défaut de recommandations adaptées ;
- de l'existence d'un conflit d'intérêts non révélé aux clients puisque la société Fival avait proposé la souscription aux obligations afin de « pallier le refus de concours bancaire que sa filiale avait essuyé antérieurement et alors que la réussite de l'opération immobilière en cours conditionnait la réussite d'autres activités plus importantes » ;
- de la commercialisation non autorisée d'une SICAV.

En revanche, le Conseil d'État a réformé la décision de la Commission des sanctions du 10 décembre 2012, mais uniquement en ce qu'elle a prononcé une sanction pécuniaire de 50 000 euros à l'encontre de M. E, salarié de la société Fival. Le Conseil d'État, qui a maintenu à son encontre le blâme prononcé, a réduit la sanction pécuniaire à 20 000 euros eu égard à sa qualité de préposé et aux attributions qui étaient les siennes au sein de la société Fival.

1  
2  
3  
4  
5  
6

- **Cour d'appel de Paris, 27 novembre 2014, n° 2013/16393**

Par arrêt du 27 novembre 2014, la Cour d'appel de Paris a rejeté les recours formés contre la décision de la Commission des sanctions du 5 juin 2013, à l'exception de celui formé par M. Alain Duménil pour lequel elle a réduit la sanction prononcée de 500 000 euros à 450 000 euros.

Après avoir rejeté les nombreux moyens de procédure soulevés par le requérant, la Cour a confirmé la décision de la Commission qui avait retenu que le congé signifié par le principal locataire de l'émetteur, une société foncière immobilière, était une information privilégiée, que cette information privilégiée avait été communiquée tardivement au marché, et qu'elle avait été utilisée par M. Alain Duménil qui s'était désengagé d'ADT dans l'intervalle.

Cet arrêt se prononce sur :

- le caractère privilégié d'une information pour une société dont les titres sont dits « *penny stocks* » et la façon dont il convient de déterminer l'influence sensible qu'est susceptible d'avoir cette information sur le cours du titre ;
- les conditions de la possibilité offerte à l'émetteur, dans certains cas, de reporter la communication d'une information privilégiée au marché ;

- la preuve de la détention de l'information privilégiée ;
- l'utilisation indirecte d'une information privilégiée par un initié primaire, par l'intermédiaire de sa *holding*, et ce alors même qu'il n'était que l'actionnaire de référence et n'exerçait aucune fonction de direction dans cette société *holding* ;
- l'absence de date certaine de documents sociaux étrangers, pour retenir que la preuve n'est pas apportée par le requérant qu'il aurait pris la décision de céder les titres avant de détenir l'information privilégiée.

La Cour a réduit le montant de la sanction prononcée à l'encontre de M. Alain Duménil, en considérant que la Commission avait pris en compte, dans la détermination de la gravité du manquement la réitération du manquement, la décision précisant qu'il avait déjà été sanctionné en 2007 pour un défaut de déclaration de franchissement de seuil, alors qu'il avait été mis hors de cause pour ce grief (seul le grief tiré d'une communication d'une information inexacte au public avait été retenu).

M. Alain Duménil a formé un pourvoi contre l'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 27 novembre 2014.

1

2

3

4

5

6



# Autorité des marchés financiers

## Exercice 2014

### Présentation des comptes de l'Autorité des marchés financiers

1. Éléments généraux .....	135
2. Situation financière de l'établissement .....	136
3. Compte de résultat .....	138
4. Bilan actif .....	141
5. Bilan passif .....	142
6. Annexe aux comptes .....	143



# 1. Éléments généraux

---

## A. LE CADRE JURIDIQUE RELATIF À LA PRODUCTION DES COMPTES DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

Le cadre juridique régissant la comptabilité de l'Autorité des marchés financiers (AMF) est précisé par les articles R. 621-10 et suivants du code monétaire et financier aux termes desquels :

- les comptes de l'AMF sont établis selon les règles du plan comptable général ;
- le compte financier est établi par l'agent comptable et soumis par le secrétaire général au Collège qui entend l'agent comptable. Il est arrêté par le Collège et communiqué à la Cour des comptes par le secrétaire général.

La tenue des comptes respecte les principes généraux de prudence, de régularité, de sincérité et d'image fidèle de la situation financière de l'établissement.

## B. LA PRÉSENTATION DES COMPTES

L'article R. 621-15 du code monétaire et financier indique les modalités de présentation des comptes.

## C. LES FAITS MARQUANTS DE L'EXERCICE 2014

L'exercice 2014 a été marqué par :

- l'engagement du plan stratégique « Redonner du sens à la finance » et par le lancement du plan stratégique des systèmes d'information (n° 3) ;
- la légère reprise des marchés, qui reste à confirmer, conduisant à une hausse des recettes contributives de 5,9 % ;
- une légère baisse de la masse salariale résultant d'un fort *turnover* et d'une politique salariale et de recrutement maîtrisées ;
- une diminution des montants des loyers des immeubles occupés par l'AMF consécutive à la renégociation des baux.

Cette situation favorable a permis de couvrir l'ensemble des charges d'exploitation qui ont, quant à elles, été maîtrisées (-1,2 %).

## 2. Situation financière de l'établissement

---

### A. LES RÉSULTATS DE L'EXERCICE 2014

#### 1. Un résultat en perte

Le résultat de l'exercice est une perte qui s'établit à -0,19 million d'euros, en nette amélioration par rapport à celle prévue au budget 2014 (-8,37 millions d'euros) et en baisse de 5,65 millions d'euros par rapport à l'exercice 2013.

Le résultat d'exploitation (1,18 million d'euros) et le résultat financier (0,41 million d'euros) couvrent en grande partie le résultat exceptionnel (-1,77 million d'euros).

Le graphique ci-dessous représente l'évolution du résultat net de l'AMF entre 2010 et 2014 :

#### 2. Une capacité d'autofinancement

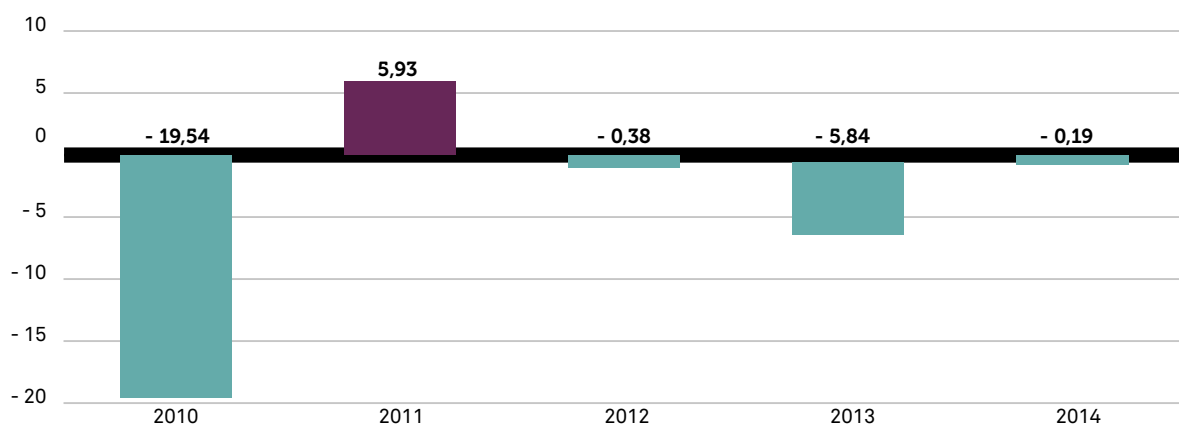
La capacité d'autofinancement mesure l'excédent de ressources internes dégagé par l'activité de l'AMF, qu'elle peut destiner à son autofinancement. À l'issue de l'exercice 2014, il se dégage une capacité d'autofinancement (CAF) qui s'élève à 5,88 millions d'euros.

#### 3. Un apport au fonds de roulement

Les emplois (les acquisitions d'immobilisations incorporelles et corporelles, les avances et acomptes versés sur immobilisations incorporelles et corporelles) qui s'élèvent à 2,61 millions d'euros sont inférieurs aux ressources (la CAF et les cessions d'éléments d'actifs) dégagées d'un montant de 5,88 millions d'euros.

Ceci se traduit par un apport au fonds de roulement de 3,27 millions d'euros.

#### ÉVOLUTION DU RÉSULTAT NET DE L'AMF ENTRE 2010 ET 2014 (EN MILLIONS D'EUROS)



## B. LA STRUCTURE FINANCIÈRE DE L'ÉTABLISSEMENT

### 1. Un fonds de roulement positif (FDR)

Le fonds de roulement (FDR) mesure l'excédent des capitaux permanents sur l'actif net immobilisé, il s'élève à 44,04 millions d'euros (40,76 millions d'euros en 2013) et correspond à près de 6 mois d'activité de l'AMF.

### 2. Le besoin en fonds de roulement (BFR)

Le besoin en fonds de roulement (calculé par différence des postes « créances » et « charges constatées d'avance » avec les postes « dettes » et « produits constatés d'avance ») se chiffre à -12,18 millions d'euros (-10,48 millions d'euros en 2013) et génère un excédent de trésorerie.

### 3. La relation entre la trésorerie (T), le FDR et le BFR

L'égalité suivante est respectée :

$$T = \text{FDR} - \text{BFR} [56,22 = 44,04 - (-12,18)]$$

Il ressort de l'analyse de l'équilibre du bilan que la trésorerie de l'AMF s'élève à 56,22 millions d'euros dont une partie significative (12,18 millions d'euros) permettra de financer le besoin en fonds de roulement (cf. *supra*).

## C. LES PERSPECTIVES BUDGÉTAIRES 2015

L'année 2015 sera la seconde année de mise en œuvre du plan stratégique « Redonner du sens à la finance ». Par ailleurs, l'AMF doit poursuivre les actions visant à améliorer de manière permanente sa performance et développer les projets informatiques prévus notamment au plan stratégique des systèmes d'information n° 3.

La maîtrise des dépenses se poursuivra au cours de l'exercice 2015 afin de contenir les charges de fonctionnement et les investissements, tout en assurant à l'AMF les moyens qui lui permettront d'exercer ses missions dont le périmètre est en perpétuelle évolution (mesures nouvelles confiées par le législateur, accroissement de la régulation financière européenne, révision de la directive MIF, etc.).

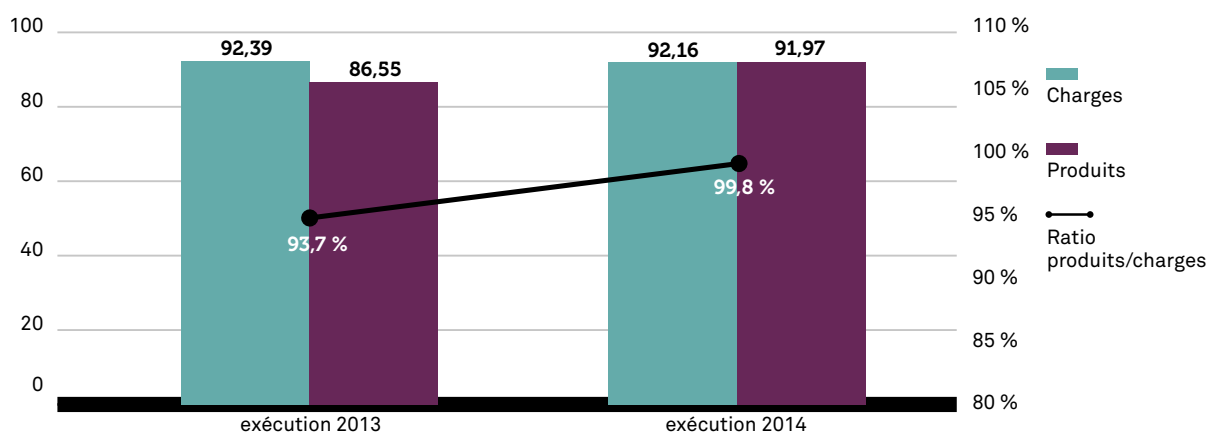
Mais le budget 2015 sera marqué par le plafonnement des recettes contributives d'un montant de 74 millions d'euros qui se traduira par un reversement au budget général de l'État des recettes réalisées qui excéderont le seuil. Cette mesure est inscrite dans la loi de Finances pour 2015.

Cette situation, qui limite le montant des recettes perçues par l'AMF, se traduit par un budget 2015 présentant un résultat déficitaire d'un montant de -16,88 millions d'euros et un prélèvement sur fonds de roulement de 16,34 millions d'euros.

## 3. Compte de résultat

Le tableau ci-dessous présente l'évolution du taux de couverture des charges par les produits qui progresse de 6,1 points entre 2013 et 2014 conduisant au résultat de 0,19 million d'euros au titre de l'exercice 2014.

### ÉVOLUTION DU TAUX DE COUVERTURE DES CHARGES



#### A. LES PRODUITS D'EXPLOITATION

Les produits de l'exercice 2014, en hausse de 7,4 %, s'élèvent à 91,36 millions d'euros.

##### 1. Les produits spécifiques (droits et contributions)

En hausse de 5,9 %, ces produits d'un total de 87,32 millions d'euros proviennent :

- pour 13,34 millions d'euros, de la contribution assise sur la capitalisation boursière en hausse de 5,2 % par rapport à 2013 ;
- pour 13,75 millions d'euros, des droits et contributions dus à l'occasion de l'émission d'instruments financiers, de l'examen des offres publiques d'acquisition et des déclarations de franchissement de seuil, soit une progression de 25,8 % entre l'exécution 2013 et 2014 principalement due aux sommes perçues sur les opérations en titres de capital ;

- pour 8,42 millions d'euros, de la contribution assise sur l'activité de négociation pour compte propre qui reste stable ;
- pour 50,33 millions d'euros (dont 36,51 millions d'euros au titre du service de gestion), des contributions assises sur les prestataires et les produits d'épargne en augmentation de 2,9 % notamment grâce aux contributions sur service de gestion et les OPCVM étrangers ;
- pour 1,48 million d'euros, de la contribution due par les infrastructures de marché, assise sur le produit d'exploitation de l'année de référence, en baisse de 3,6 %.

La répartition des droits et contributions enregistrés en 2014 est la suivante :

- contributions sur les prestataires et produits d'épargne 67,3 % contre 69,5 % en 2013 ;
- contributions sur opérations financières 31 % contre 28,6 % en 2013 ;
- contributions versées par les infrastructures de marché 1,7 % contre 1,9 % en 2013.

## 2. Les produits des activités annexes

Le total de ces produits, d'un montant de 0,63 million d'euros, comprend essentiellement :

- l'organisation de journées d'étude et de formation pour 0,46 million d'euros ;
- la facturation concernant la transmission des données relatives aux OPCVM pour 0,16 million d'euros.

## 3. Les reprises sur amortissements et provisions

Elles s'élèvent à 3,41 millions d'euros, et comprennent les reprises sur dépréciations des créances pour 0,01 million d'euros ainsi que les reprises sur provisions d'exploitation suivantes pour :

- 1,12 million d'euros au titre de l'abondement 2013 versé durant l'exercice 2014 ;
- 0,99 million d'euros au titre de l'actualisation des droits au titre de l'allocation retour à l'emploi ;
- 1,12 million d'euros au titre des litiges clôturés avec d'anciens salariés et fournisseurs ;
- 0,13 million d'euros au titre de l'écrêtement des jours de RTT ;
- 0,03 million d'euros au titre de l'actualisation des indemnités de fin de carrière.

## B. LES CHARGES D'EXPLOITATION

En baisse de 1,22 %, ces charges ont atteint 90,18 millions d'euros.

### 1. Les achats de marchandises et achats non stockés de matières et fournitures

Ces dépenses (énergie, consommables informatiques, fournitures administratives et mobilier) enregistrent une hausse de 9,9 %. Elles passent de 0,81 million d'euros en 2013 à 0,90 million d'euros en 2014 à suite de l'augmentation des achats de mobilier dans le cadre des travaux d'aménagement des espaces.

## 2. Les autres achats et charges externes

D'un montant de 22,77 millions d'euros en 2014 au lieu de 26,44 millions d'euros l'an dernier, ils enregistrent une baisse de 13,9 % et portent sur :

- **La sous-traitance générale**  
Ce poste passe de 0,47 million d'euros à 0,32 million d'euros, soit une diminution de 33,2 % principalement liée à la redéfinition du programme annuel des missions de contrôles délégués.
- **Les locations (immobilières et mobilières) et charges locatives**  
Ces dépenses baissent de 8,43 millions d'euros à 6,59 millions d'euros soit une variation de -21,8 % essentiellement liée à la baisse des loyers versés et des charges locatives résultant de la renégociation des baux au titre des deux bâtiments.
- **L'entretien et les réparations, la maintenance**  
Ces dépenses augmentent de 2,04 millions d'euros en 2013 à 2,24 millions d'euros en 2014 soit une variation de +9,8 % qui résulte des contrats de maintenance des différentes applications informatiques mises en production fin 2013 et ayant un impact en année pleine l'exercice 2014.
- **La documentation, les colloques et les séminaires**  
Ce poste reste stable avec, pour 2014 comme 2013, un montant de à 2,02 millions d'euros.
- **Les rémunérations d'intermédiaires et honoraires**  
Ces dépenses passent de 2,01 millions d'euros en 2013 à 1,52 million d'euros en 2014 soit une diminution de 24,6 % due :
  - au moindre recours à l'intérim (-0,2 million d'euros) en raison des profils de postes qui ont été comblés par des CDD ;
  - au nombre de personnels détachés Banque de France moins important entre 2013 et 2014 (-0,12 million d'euros) ;
  - à la sous-consommation des honoraires d'avocats dont les travaux sont en fonction du calendrier des juridictions (-0,16 million d'euros) et des autres honoraires immeubles et juridiques (-0,09 million d'euros) ;
  - à l'internalisation de certains travaux portant sur les ressources humaines (-0,05 million d'euros) ;
  - à la hausse des dépenses de traduction (+0,05 million d'euros).

- **Divers**

Ces dépenses passent de 11,46 millions d'euros en 2013 à 10,09 millions d'euros en 2014 soit une diminution de 12 %. Cette baisse de 1,37 million d'euros correspond pour l'essentiel à :

- la baisse des cotisations versées (-0,12 million d'euros) notamment à l'ESMA à suite des ajustements budgétaires antérieurs se traduisant par des remboursements de contributions versées ;
- la diminution des frais de recrutement (-0,14 million d'euros) compte tenu de l'internalisation de certaines dépenses et au moindre recours à des cabinets de recrutement pour la recherche de profils pointus ;
- la baisse des dépenses d'accompagnement des projets informatiques (-1,30 million d'euros) à la suite d'un décalage des travaux dans le cadre du plan stratégique des systèmes d'information (P2SI) 2014-2016 ;
- à la progression des voyages et déplacements (+0,11 million d'euros), des missions (+0,05 million d'euros) provenant de l'accroissement des déplacements sur les continents américain et africain et résultant du développement de l'influence internationale de l'AMF ;
- à la hausse du nombre d'études et de recherches (+0,05 million d'euros) et des droits de reproduction (+0,05 million d'euros).

### 3. Les charges de personnel

- **La rémunération du personnel**

Elle s'élève à 32,70 millions d'euros (32,84 millions d'euros en 2013), soit une diminution de 0,14 million d'euros (-0,4 %). Cette variation est caractérisée par :

- la stabilité de l'effectif moyen en équivalent temps plein, qui passe de 457 en 2013 à 457,60<sup>1</sup> en 2014 ;
- l'impact maîtrisé de la mise en œuvre de la politique salariale<sup>2</sup> décidée pour 2014 étant précisé qu'il n'y a pas eu d'augmentation générale ;
- la diminution des allocations chômage versées et de l'indemnisation des congés payés.

---

1. Y compris les personnels (3) mis à la disposition de l'AMF par la Banque de France (BDF).

2. La politique salariale couvre l'augmentation générale, les augmentations individuelles et les rémunérations variables.

- **Les charges sociales, de prévoyance, l'abondement et divers**

Ces dépenses passent de 14,33 millions d'euros à 14,54 millions d'euros soit +1,5%. Cette hausse concerne pour l'essentiel la médecine du travail, l'abondement au plan d'épargne entreprise et au plan d'épargne pour la retraite collectif.

### 4. L'intéressement des salariés

Il évolue de +1,2 % en passant de 3,04 millions d'euros à 3,08 millions d'euros pour l'exercice 2014 en fonction de la masse salariale des personnes éligibles.

### 5. Impôts, taxes et versements assimilés

Ce poste atteint un montant de 8,048 millions d'euros contre 6,88 millions d'euros en 2013 soit +16,8 %. Il correspond pour l'essentiel à la taxe sur les salaires (5,44 millions d'euros) qui augmente de 1,53 million d'euros (+39 %) compte tenu de l'élargissement du champ d'application de cette taxe à tous les produits d'épargne avec effet au 1<sup>er</sup> janvier 2013, au versement de transport (0,84 million d'euros), à la participation de l'employeur à la formation professionnelle continue (0,81 million d'euros) et à la taxe d'habitation (0,47 million d'euros).

### 6. Les dotations aux amortissements et aux provisions

Le montant de la dotation annuelle aux amortissements est de 3,47 millions d'euros (immobilisations incorporelles pour 2,31 millions d'euros et immobilisations corporelles pour 1,16 million d'euros) et reste stable par rapport à 2013 (3,46 millions d'euros).

Le montant de la dotation aux provisions d'exploitation est de 4,70 millions d'euros (3,49 millions d'euros en 2013) et concerne les engagements de retraite et avantages similaires (0,93 million d'euros), l'allocation chômage (0,95 million d'euros), les litiges divers (1,59 million d'euros) et l'abondement (1,17 million d'euros). Le montant de la dotation aux dépréciations des créances est de 0,05 million d'euros et concerne les débiteurs défaillants (procédures de sauvegarde, de redressement judiciaire et liquidation judiciaire).

## C. LES PRODUITS FINANCIERS

En 2014, ils se sont élevés à 0,41 million d'euros contre 0,57 million d'euros en 2013, soit une baisse de 28,8 %. Ces produits résultent du taux d'intérêt du livret B qui a poursuivi sa baisse tout au long de l'exercice 2014 passant de 0,80 % à 0,60 % en fin d'année.

## D. LE RÉSULTAT EXCEPTIONNEL

### 1. Les produits exceptionnels

Ce poste s'élève à 0,21 million d'euros contre 0,88 million d'euros en 2013. Ces produits concernent :

- les produits sur exercices antérieurs pour 0,12 million d'euros (dont 0,06 million d'euros sur les droits et contributions) ;
- la reprise de charges à payer inemployées devenues sans objet pour 0,03 million d'euros ;
- les jugements et arrêts rendus au bénéfice de l'AMF pour 0,04 million d'euros.

### 2. Les charges exceptionnelles

Le total de ces charges, en hausse de 81,1 % passe de 1,09 million d'euros à 1,97 million d'euros et comprend :

- les subventions accordées pour 0,40 million d'euros ;
- la valeur nette comptable des immobilisations corporelles et incorporelles pour 1,31 million d'euros notamment à la suite des travaux de fiabilisation du bilan engagés depuis 2012 ;
- les annulations de titres de recette sur exercices antérieurs à 2014 s'élèvent à 0,14 million d'euros ;
- le versement de 0,06 million d'euros au titre de la clôture du litige avec un fournisseur ;
- les créances devenues irrécouvrables pour 0,05 million d'euros.

# 4. Bilan actif

---

## A. LES IMMOBILISATIONS INCORPORELLES : 10,91 MILLIONS D'EUROS

Les investissements informatiques définitifs de l'exercice 2014 s'élèvent à 2,84 millions d'euros, dont 2,74 millions d'euros proviennent des avances et acomptes versés.

Les avances et acomptes nets versés en 2014 sur immobilisations incorporelles s'élèvent à 1,49 million d'euros. Le montant des immobilisations incorporelles sorties du bilan s'élève à 0,89 million d'euros pour une valeur nette comptable de 0,01 million d'euros.

La valeur nette comptable des avances et acomptes sortis du bilan s'élève à 1,10 million d'euros.

## B. LES IMMOBILISATIONS CORPORELLES : 3,56 MILLIONS D'EUROS

D'un montant de 1,40 million d'euros, dont 0,88 million d'euros proviennent des avances et acomptes versés, les acquisitions d'immobilisations corporelles concernent pour l'essentiel les travaux de réaménagement des locaux et le remplacement de l'installation incendie.

Les avances et acomptes versés en 2014 sur immobilisations corporelles s'élèvent à 0,46 million d'euros.

Le montant des immobilisations corporelles sorties du bilan s'élève à 0,54 million d'euros pour une valeur nette comptable de 0,03 million d'euros.

La valeur nette comptable des avances et acomptes sortis du bilan s'élève à 0,18 million d'euros.

### **C. IMMOBILISATIONS FINANCIÈRES : 0,03 MILLION D'EUROS**

Ce poste retrace les dépôts et cautionnements versés pour 0,03 million d'euros.

### **D. CRÉANCES D'EXPLOITATION : 3,46 MILLIONS D'EUROS**

Le poste clients et comptes rattachés se décompose comme suit :

- 2,03 millions d'euros de titres de recettes pris en charge dans les écritures de l'agent comptable dans le courant du mois de décembre 2014 et qui, de ce fait, n'ont pu être encaissés avant la clôture de l'exercice ;
- 1,39 million d'euros de titres de recettes pris en charge en 2014, non soldés ;
- 0,03 million d'euros de titres de recettes antérieurs à 2014, non soldés.

### **E. CRÉANCES DIVERSES : 0,13 MILLION D'EUROS**

Ce poste comprend la valeur des chèques déjeuners (0,09 million d'euros), les avances sur salaires (0,01 million d'euros) et les ordres de reversements (0,03 million d'euros).

### **F. DISPONIBILITÉS : 56,21 MILLIONS D'EUROS**

Ce poste regroupe le compte livret B (56,17 millions d'euros) ; les chèques bancaires remis à l'encaissement, les soldes des comptes bancaires et la caisse pour un total de 0,04 million d'euros.

### **G. CHARGES CONSTATÉES D'AVANCE : 2,11 MILLIONS D'EUROS**

Le montant des charges constatées d'avance correspond pour 63 % aux loyers du 1er trimestre 2015 payés à terme à échoir.

## 5. Bilan Passif

---

### **A. LES RÉSERVES**

Le résultat net comptable de l'exercice 2014 de -0,19 million d'euros est affecté aux réserves de l'établissement.

Réserves avant affectation : 50,01 millions d'euros

Résultat net comptable : -0,19 million d'euros

Réserves après affectation : 49,83 millions d'euros

Après affectation du résultat, les réserves s'établissent à 49,83 millions d'euros.

### **B. LES PROVISIONS POUR RISQUES ET CHARGES : 8,71 MILLIONS D'EUROS**

Les provisions pour risques et charges concernent pour :

- 4,11 millions d'euros, la provision relative aux engagements de retraites et avantages similaires ;
- 1,72 million d'euros, la provision relative à la charge pour allocation chômage ;
- 1,71 million d'euros les provisions constituées dans le cadre des litiges opposant l'AMF à d'anciens salariés et autres tiers ;
- 1,17 million d'euros, la provision au titre de l'abondement 2014.



### C. LES DETTES D'EXPLOITATION : 16,26 MILLIONS D'EUROS

- Dettes fournisseurs et comptes rattachés : ce poste correspond aux factures des fournisseurs non parvenues à l'AMF à la date de clôture de l'exercice pour un montant total de 2,76 millions d'euros et pour 1,63 million d'euros aux factures en cours de règlement à la date de clôture de l'exercice.
- Dettes fiscales et sociales : ce poste, d'un montant de 11,87 millions d'euros, comprend la dette provisionnée pour congés à payer (4,61 millions d'euros, charges comprises), l'intéressement (4,11 millions d'euros, charges comprises), la part de la rémunération variable (2,29 millions d'euros, charges comprises), et les sommes dues aux différents organismes sociaux (0,86 million d'euros).

### D. LES DETTES SUR IMMOBILISATIONS : 1,14 MILLION D'EUROS

Elles correspondent aux factures des fournisseurs d'immobilisation non parvenues à la date de clôture de l'exercice, pour 0,65 million d'euros et pour 0,46 million d'euros aux factures en cours de règlement à la date de clôture de l'exercice.

### E. AUTRES DETTES : 0,47 MILLION D'EUROS

Ce poste comprend les comptes d'attente pour 0,47 million d'euros et les excédents de versements pour le solde.

## 6. Annexe aux comptes

---

#### Note n° 1

Les durées d'amortissement pratiquées selon le mode linéaire sont les suivantes :

##### Matériel informatique :

- 3 ans pour le petit matériel,
- 3 ans pour le matériel micro-informatique de réseau et les mini serveurs,
- 5 ans pour les gros systèmes ;

##### Brevets, licences et logiciels :

- 2 ans pour les licences/logiciels ou développement qui, du fait d'une évolution technologique rapide, ont un taux de renouvellement très fort,
- 5 ans pour les licences/logiciels ou développement qui ont une durée moyen terme, entre 3 et 5 ans,
- 7 ans pour les licences/logiciels ou développement ou créés dont la durée d'utilisation au sein de l'AMF est supérieure ou égale à 5 ans ;

Installation technique : 8 ans ;

Matériel de bureau et de transport : 5 ans ;

Agencements, aménagements et mobilier de bureau : 8 ans.

#### Note n° 2

Sans objet.

#### Note n° 3

En application de l'article 55 du décret 2003-1109 du 21 novembre 2003, et dans le cadre des dispositions des articles L. 3311-1 et suivants du code du travail, l'AMF a mis en place un accord d'intéressement des personnels, fondé sur un système de mesure de l'activité et de la performance suivies par grandes fonctions de l'AMF (informations financières et opérations, intermédiaires et produits d'épargne, fonctionnement du marché, fonctions répressives, services aux épargnants et gestion, informatique et ressources humaines). Le montant de l'intéressement varie en fonction de ces indicateurs, dans la limite de 10 % de la masse salariale. L'accord d'intéressement des salariés aux performances de l'AMF signé le 16 décembre 2011 porte sur la période 2012-2014.

#### **Note n° 4**

Le poste « charges constatées d'avance » retrace pour l'essentiel le montant des loyers du premier trimestre 2015 (paiement terme à échoir) pour 1,33 million d'euros.

#### **Note n° 5**

Depuis le 7 décembre 2012, les disponibilités de l'AMF sont placées en livret B.

#### **Note n° 6**

En 2008, l'AMF a décidé de passer à la méthode préférentielle en matière de comptabilisation des engagements de retraite et avantages similaires, méthode qui consiste à provisionner la totalité desdits engagements.

La dotation aux provisions comprend pour un montant de 0,93 million d'euros, la charge de retraite de l'exercice 2014, les indemnités de fin de carrière versées dans le courant de l'exercice 2014 ont été reprises à hauteur de 0,03 million d'euros.

La provision totale est de 4,11 millions d'euros.

L'AMF, en qualité d'autorité publique indépendante, ne cotise pas à l'assurance chômage et indemnise directement les salariés privés d'emploi. Le montant de ces indemnités pour l'année 2014 s'est élevé à 0,23 million d'euros.

La provision pour charge des droits à indemnisation est d'un total de 1,72 million d'euros.

En 2014, l'AMF a provisionné le montant de l'abondement résultant de l'intéressement 2014, la provision pour la charge correspondante est de 1,17 million d'euros.

#### **Note n° 7**

Les engagements de paiements futurs concernent les baux immobiliers pour 37,30 millions d'euros relatifs aux immeubles occupés par l'AMF et situés l'un 17 place de la Bourse, l'autre 4/6 place de la Bourse.

## Bilan de l'AMF au 31 décembre 2014

	Actif	Exercice 2014			Exercice 2013
		Brut	Amortissements Provisions	Net	Net
ACTIF IMMOBILISÉ	<b>Immobilisations incorporelles</b>	<b>23 557 466</b>	<b>12 649 041</b>	<b>10 908 425</b>	<b>12 732 639</b>
	Brevets, licences, logiciels	22 809 722	12 649 041	10 160 681	9 638 712
	Avances et acomptes	747 744	–	747 744	3 093 927
	<b>Immobilisations corporelles</b>	<b>16 823 151</b>	<b>13 261 968</b>	<b>3 561 183</b>	<b>3 949 423</b>
Installations techniques, matériel et outillage industriels	568 717	449 261	119 457	81 319	
Autres	16 180 184	12 812 707	3 367 476	3 190 356	
Avances et acomptes	74 250	–	74 250	677 748	
<b>Immobilisations financières</b>	<b>28 186</b>	<b>–</b>	<b>28 186</b>	<b>26 186</b>	
Autres	28 186	–	28 186	26 186	
<b>TOTAL 1</b>	<b>40 408 803</b>	<b>25 911 009</b>	<b>14 497 794</b>	<b>16 708 248</b>	
ACTIF CIRCULANT	<b>Créances</b>				
	Créances clients et comptes rattachés	3 643 842	188 550	3 455 292	4 641 646
	Autres	134 899	–	134 899	141 547
	<b>Valeurs mobilières de placement (note n° 2)</b>				
Autres titres	–	–	–	–	
<b>Disponibilités (note n° 5)</b>	<b>56 215 781</b>	<b>–</b>	<b>56 215 781</b>	<b>51 237 101</b>	
<b>TOTAL 2</b>	<b>59 994 522</b>	<b>188 550</b>	<b>59 805 972</b>	<b>56 020 295</b>	
<b>CHARGES CONSTATÉES D'AVANCE (TOTAL 3) (NOTE N°4)</b>	<b>2 114 797</b>	<b>–</b>	<b>2 114 797</b>	<b>2 692 754</b>	
<b>TOTAL GÉNÉRAL (1+2+3)</b>	<b>102 518 122</b>	<b>26 099 559</b>	<b>76 418 563</b>	<b>75 421 296</b>	

	Passif	Exercice 2013		Exercice 2014
		Avant affectation		Avant affectation
CAPITAUX PROPRES	Réserves	55 856 101		50 012 379
	Résultat de l'exercice	-5 843 722		-187 142
	<b>TOTAL 1</b>	<b>50 012 379</b>		<b>49 825 237</b>
PROVISIONS	Provisions pour risques	1 371 220		1 707 170
	Provisions pour charges (note n° 6)	6 086 657		7 001 877
	<b>TOTAL 2</b>	<b>7 457 877</b>		<b>8 709 047</b>
DETTES	Dettes fournisseurs et comptes rattachés	4 790 384		4 396 033
	Dettes fiscales et sociales	11 320 770		11 868 564
	Dettes sur immobilisations et comptes rattachés	1 511 336		1 144 474
	Autres dettes	328 549		475 208
	<b>TOTAL 3</b>	<b>17 951 039</b>		<b>17 884 279</b>
<b>TOTAL GÉNÉRAL (1+2+3+4)</b>		<b>75 421 296</b>		<b>76 418 563</b>

## Compte de résultat de l'AMF

	Exercice 2013	Exercice 2014
<b>PRODUITS D'EXPLOITATION</b>		
<b>Produits spécifiques (contributions)</b>	<b>82 434 751</b>	<b>87 319 377</b>
Contributions sur opérations et information financières	23 608 427	27 087 225
Contributions sur les prestataires et les produits d'épargne	57 287 254	58 747 158
Contributions sur infrastructures de marché	1 539 070	1 484 994
<b>Produits des activités annexes</b> (journées d'études et colloques, bases de données, locations diverses, ventes de publications...)	<b>682 000</b>	<b>631 275</b>
<b>Reprise sur amortissements et provisions</b>	<b>1 972 987</b>	<b>3 408 503</b>
<b>TOTAL I</b>	<b>85 089 748</b>	<b>91 359 155</b>
<b>CHARGES D'EXPLOITATION</b>		
Achats non stockés de matières et fournitures	814 561	895 864
Autres charges externes, dont :	26 435 856	22 768 394
Sous-traitance générale	472 733	315 852
Locations (immobilières et mobilières), charges locatives	8 427 204	6 592 625
Entretien et réparations, maintenance	2 040 516	2 240 230
Documentation, colloques et séminaires	2 023 614	2 019 363
Rémunérations d'intermédiaires et honoraires, personnel extérieur à l'entreprise	2 008 291	1 514 633
Divers (assurances, missions et réceptions, frais postaux et de télécommunications, divers...)	11 463 498	10 085 692
Impôts, taxes et versements assimilés	6 883 162	8 038 928
Rémunérations du personnel	32 840 645	32 696 512
Charges sociales, de prévoyance, abondement et divers	14 325 774	14 543 757
Intéressement des salariés (note n° 3)	3 038 782	3 076 192
Dotations aux amortissements et aux provisions (note n° 1)	6 951 705	8 163 510
<b>TOTAL II</b>	<b>91 290 485</b>	<b>90 183 158</b>
<b>1 - RÉSULTAT D'EXPLOITATION (I-II)</b>	<b>-6 200 737</b>	<b>1 175 997</b>
<b>PRODUITS FINANCIERS (III)</b>	<b>572 563</b>	<b>407 407</b>
Revenus de valeurs mobilières de placement, produits nets sur cessions de valeurs mobilières de placement	572 563	407 407
<b>CHARGES FINANCIÈRES (IV)</b>	<b>9 164</b>	<b>1 288</b>
<b>2 - RÉSULTAT FINANCIER (III-IV)</b>	<b>563 399</b>	<b>406 119</b>
<b>3 - RÉSULTAT COURANT (I-II+III-IV)</b>	<b>-5 637 339</b>	<b>1 582 116</b>
<b>PRODUITS EXCEPTIONNELS (V)</b>	<b>883 836</b>	<b>205 220</b>
Sur opérations de gestion	883 836	203 247
Sur opérations en capital	-	1 973
<b>CHARGES EXCEPTIONNELLES (VI)</b>	<b>1 090 219</b>	<b>1 974 477</b>
Sur opérations de gestion	743 307	659 851
Sur opérations en capital	346 912	1 314 627
<b>4 - RÉSULTAT EXCEPTIONNEL (V-VI)</b>	<b>-206 383</b>	<b>-1 769 257</b>
<b>TOTAL DES PRODUITS (I+III+V)</b>	<b>86 546 147</b>	<b>91 971 782</b>
<b>TOTAL DES CHARGES (II+IV+VI)</b>	<b>92 389 869</b>	<b>92 158 924</b>
<b>DÉFICIT (-) OU EXCÉDENT</b>	<b>-5 843 722</b>	<b>-187 142</b>





# Exercice 2014

## Les indicateurs

Axe 1. S'engager pour des marchés européens sûrs et transparents .....	149
Axe 2. Rétablir la confiance des épargnants .....	151
Axe 3. Agir pour le financement de l'économie .....	153

À la suite de l'élaboration du plan stratégique pour la période 2013-2016, les indicateurs ci-après sont présentés selon les trois axes déployés dans le plan stratégique.

Ils ont été sélectionnés afin de remplir la double fonction de traduire la stratégie de l'AMF tout en rendant compte de son activité statutaire.

## Axe 1. S'engager pour des marchés européens sûrs et transparents

---

### INDICATEUR 1.1.

#### PRÉSENCE DE L'AMF DANS LES PRINCIPALES INSTANCES EUROPÉENNES ET INTERNATIONALES

	Unité	2013	2014
ESMA	Nombre	47	52
OICV	Nombre	23	23
Stabilité financière (FSB et ESRB)	Nombre	12	12

Nombre de sous-entités (task force, groupe de travail, etc.) où l'AMF est représentée.

#### Commentaire

L'AMF a maintenu en 2014 sa forte implication dans les travaux menés au sein des instances internationales ou européennes. Les services de l'AMF ont ainsi largement participé aux groupes de travail de l'ESMA, l'élément

marquant de l'année ayant été l'élaboration des mesures de niveau 2 relatives à la directive MIF II et au règlement MIF qui ont abouti à la production par l'ESMA de nombreux avis et standards techniques fin 2014.

### INDICATEUR 1.2.

#### AGENTS DÉTACHÉS/COLLABORATEURS DANS LES INSTITUTIONS DE RÉGULATION ET/OU GROUPES INTERNATIONAUX

	Unité	2013	2014
Salariés détachés dans les institutions considérées comme essentielles dans le domaine de la régulation financière	Nombre	6	5

#### Commentaire

En 2014, 4 collaborateurs de l'AMF étaient détachés à la Commission européenne et 1 à l'ESMA.

### INDICATEUR 1.3.

## DEMANDES RÉALISÉES AUPRÈS D'AUTORITÉS ÉTRANGÈRES OU D'INTERMÉDIAIRES DE MARCHÉ

	Unité	2013	2014
Part des enquêtes internationales dans les enquêtes à traiter ou en cours de traitement	%	60	60
Dossiers de la Surveillance des marchés donnant lieu à demande de dépouillement auprès d'un intermédiaire	Nombre	395	533

### Commentaire

L'AMF a poursuivi en 2014 la coopération avec ses homologues étrangers : 83 enquêtes ont été ouvertes en 2014 dont 50 enquêtes pour le compte d'homologues étrangers. Plus de 34 % des requêtes d'assistance présentées par l'AMF sont adressées au régulateur britannique (157). Par ailleurs, les demandes adressées aux autorités suisses ont significativement augmenté en 2014 (70 en 2014 contre 47 en 2013).

Les requêtes adressées aux autorités américaines (31) et luxembourgeoises (28) demeurent nombreuses.

Dans le cadre de son activité de surveillance des marchés, l'AMF utilise les données du *reporting* réglementaire pour identifier de potentiels abus de marché. En 2014, elle a été amenée à procéder à 533 demandes d'informations complémentaires auprès des intermédiaires de marchés.

### INDICATEUR 1.4.

## RELATIONS AVEC LES ACTEURS DE LA PLACE FINANCIÈRE

	Unité	2013	2014
Publications d'études	Nombre	12	13
Réunions des commissions consultatives	Nombre	46	48

### Commentaire

Les publications d'études ont été réalisées à travers la Lettre de la régulation financière, la Lettre économique et financière, la cartographie des risques et la Lettre de l'Observatoire de l'épargne.

Les cinq commissions consultatives ont été actives en 2014. Elles ont été consultées et ont formulé des avis sur de nombreux sujets, chacune pour le domaine qui la concerne :

- La Commission consultative « Opérations et information financières des émetteurs » est présidée par Christian Schricke et composée de vingt-cinq membres. Elle s'est réunie à onze reprises.
- La Commission consultative « Gestion et investisseurs institutionnels » de l'AMF est présidée par Jean-Luc Enguéhard et composée de vingt-deux membres. Elle s'est réunie à onze reprises.

- La Commission consultative Épargnants est présidée par Gérard Rameix et composée de vingt-quatre membres. Elle s'est réunie à dix reprises.
- La Commission consultative « Activités de compensation, de conservation et de règlement-livraison » est présidée par Sophie Langlois et composée de vingt-trois membres. Elle s'est réunie à six reprises.
- La Commission consultative « Organisation et fonctionnement des marchés » est présidée par Jean-Pierre Hellebuyck et composée de dix-neuf membres. Elle s'est réunie à dix reprises.



## Axe 2. Rétablir la confiance des épargnants

---

### INDICATEUR 2.1. ACTIONS DE PRÉVENTION

	Unité	2013	2014
Documents publicitaires examinés	Nombre	4 421	4 803
Diffusions d'alertes sur des pratiques irrégulières	Nombre	10	21

#### Commentaire

L'AMF conduit une veille approfondie et systématique des communications des établissements financiers sur les placements. En 2014, l'AMF a examiné plus de 4 800 documents promotionnels, soit 3 938 publicités et 865 mailings sur les produits d'épargne et d'investissement.

En 2014, l'AMF a publié 21 alertes, soit une progression de 110 % par rapport à 2013. Cette augmentation est essentiellement liée aux mises en garde publiées à l'encontre des sites du FOREX et des options binaires qui proposent des services d'investissement en France sans y être autorisés. Une nouvelle tendance se dégage également de ces chiffres puisque l'AMF a alerté à deux reprises le public pour des cas d'usurpation d'identité.

### INDICATEUR 2.2. ACTIONS D'AIDE AUX ÉPARGNANTS

	Unité	2013	2014
Dossiers traités par AMF Épargne Info Service	Nombre	9 840	12 108
Dossiers traités par la Médiation	Nombre	883	969
Part des médiations traitées en moins de six mois	%	77	81

#### Commentaire

En 2014, le nombre de demandes traitées par AMF Épargne Info Service a augmenté de 23 % par rapport à 2013. Elles sont constituées à 76 % de demandes de renseignements, à 14 % de réclamations et à 9 % de signalements. Le nombre des demandes provenant des particuliers a progressé de 10 % pour atteindre 71 %.

L'année 2014 a vu le nombre de demandes de médiation reçues atteindre le millier, en hausse de 10 % par rapport à 2013. Les demandes de médiation reçues hors du champ de compétence de l'AMF ont augmenté encore plus vite (+44 %). Le nombre de médiations traitées en 2014 a également augmenté de 10 % par rapport à 2013. Le taux de médiations traitées en moins de 6 mois est de 81 %.

### INDICATEUR 2.3. ACTIONS DE RÉPRESSION

	Unité	2013	2014
Contrôles lancés auprès de PSI (SGP ou non SGP) et de CIF	Nombre	56*	42
Enquêtes ouvertes à l'initiative de l'AMF	Nombre	31	33
Proportion des dossiers menés à terme par la Commission des sanctions donnant lieu à sanction	%	100	96
Compositions administratives homologuées par la Commission des sanctions	Nombre	3	9

\* Contrairement à la présentation retenue pour le rapport annuel 2013, les chiffres présentés ici n'intègrent pas les contrôles de masse.

#### Commentaire

En 2013, 15 contrôles avaient été délégués à des corps de contrôles extérieurs (Banque de France, Institut d'émission des départements d'Outre-mer). En 2014, l'AMF a fait appel une seule fois à ces corps de contrôles extérieurs (en l'occurrence à l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, ACPR) ce qui explique la baisse sensible du nombre de missions réalisées au cours de cette année.

Pour sa onzième année d'activité, la Commission des sanctions a tenu 26 séances et a prononcé 24 décisions (hors décisions homologation d'accords de composition administrative). Deux affaires examinées au cours de l'année n'ont pas donné lieu à des décisions prononcées avant le 31 décembre 2014.

La proportion des dossiers menés à terme par la Commission des sanctions ayant donné lieu à sanction concerne uniquement les affaires pour lesquelles la Commission des sanctions a été saisie dans le cadre de la procédure de sanction. Elle ne tient donc pas compte des dossiers d'enquête ou de contrôle n'ayant pas abouti à l'envoi par le Collège d'une ou de plusieurs notifications de griefs à une ou plusieurs personnes mises en cause.

Enfin, la Commission des sanctions a homologué les 9 accords de composition administrative qui lui ont été soumis au cours de l'exercice 2014. Au total, la Commission des sanctions a donc rendu 33 décisions en 2014.

## Axe 3. Agir pour le financement de l'économie

---

### INDICATEUR 3.1. OPÉRATIONS CONCERNANT LES SOCIÉTÉS COTÉES

	Unité	2013	2014
Petites ou moyennes entreprises cotées (sociétés cotées sur les segments B et C d'Euronext et sur Alternext)	Nombre	564	559
Visas d'émission attribués par l'AMF	Nombre	689	669

#### Commentaire

Le nombre de visas est en légère baisse de 2,9%, par rapport à 2013 provenant principalement du fait que les visas de SOFICA ne sont plus comptabilisés (environ 12). Le nombre des petites et moyennes entreprises cotées au 31 décembre 2014 est de 559 pour 564 en 2013 soit 0,9% en moins.

Si on constate une reprise des introductions sur ces marchés, de 30 en 2014 pour 24 l'an passé, le nombre de radiations est plus important puisqu'il passe à 35 en 2014 pour 23 l'an dernier pour les PME soit 5 émetteurs en moins en 2014 par rapport à 2013. Ces radiations proviennent d'un nombre important de retraits obligatoires sans conformité et de liquidation judiciaire mais aussi de fusion par absorption.

### INDICATEUR 3.2. OPÉRATIONS CONCERNANT LES SOCIÉTÉS DE GESTION

	Unité	2013	2014
Sociétés de gestion	Nombre	613	634
Agréments de sociétés de gestion	Nombre	39	48
Agréments d'organismes de placement collectif	Nombre	964	1 080
Part des sociétés de gestion agréées en moins de 75 jours	%	84	77
Délai moyen d'agrément des OPC	Nombre de jours	19	13

#### Commentaire

Le nombre de sociétés de gestion de portefeuille a augmenté (+3,4%) en 2014, passant de 613 entités au 31 décembre 2013 à 634 au 31 décembre 2014. En 2014, 48 dossiers ont donné lieu à un agrément définitif, auxquels s'ajoutent 268 agréments au titre de la directive AIFM. 77% des sociétés de gestion ont été agréées en moins

de 7 jours, sachant que le délai réglementaire pour l'agrément d'une société de gestion est de trois mois. Le délai moyen d'agrément des organismes de placement collectif (OPC) baisse et s'établit à 13 jours en 2014, soit un niveau nettement inférieur au délai réglementaire pour l'agrément d'un OPC, qui est d'un mois.

N° ISBN : 979-10-91964-31-9

Conception graphique : **avant**garde

© Aurélia Blanc, Franck Dunouau, Fotolia, iStock

## CONTACTS

### **Direction de la communication**

Tél. : 01 53 45 60 25

Un formulaire de contact est disponible sur le site internet de l'AMF

### **AMF Épargne Info Service**

Tél. 01 53 45 62 00

(du lundi au vendredi de 9 h à 17 h)

### **Le médiateur de l'AMF**

**Courrier postal à l'attention de :**

**Mme Marielle Cohen-Branche**

**Autorité des marchés financiers**

17 place de la Bourse

75082 Paris Cedex 02

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

[www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)



17, place de la Bourse  
75082 Paris Cedex 02 — France  
Tél. : 01 53 45 60 00  
[www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)