

2

CHAPITRE 2 LA RÉGULATION ET LA COOPÉRATION INTERNATIONALES

- p. 36 1
La construction européenne :
le plan d'action pour les services financiers
(PASF)
- p. 44 2
Le rôle du CMF et de la COB au sein du CESR
(*Committee of European Securities Regulators*)
- p. 48 3
L'harmonisation comptable européenne
et internationale
- p. 52 4
La coopération à l'échelle internationale
- p. 57 5
La coopération bilatérale

La Commission des opérations de bourse et le Conseil des marchés financiers ont exercé leur action internationale dans un contexte marqué par une stabilisation des marchés financiers et par l'intense effort de mise en œuvre du plan d'action sur les services financiers de la Commission européenne. Sous les Présidences grecque et italienne de l'Union européenne, les régulateurs ont participé activement aux travaux portant en particulier sur la réforme de la directive sur les services d'investissement et sur la directive relative à la transparence des émetteurs. La COB et le CMF ont également contribué largement aux travaux préparatoires des mesures de niveau 2 effectués sous l'égide du Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CESR), dont les premières ont été adoptées cette année, concrétisant ainsi la mise en œuvre du processus Lamfalussy.

La loi de sécurité financière a renforcé l'importance du rôle de l'Autorité dans la régulation internationale et européenne des marchés en inscrivant l'action internationale parmi ses missions premières.

Enfin, l'année aura été marquée, lors de la XVIII^{ème} Conférence annuelle de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), par l'adoption de la méthodologie de l'OICV précisant les conditions dans lesquelles les grands principes de l'organisation doivent être transposés, par la publication de la première liste des signataires de l'accord multilatéral (*Memorandum of Understanding - MOU*) organisant une coopération effective entre les régulateurs membres de l'OICV ainsi que par l'adoption par le Comité technique de standards relatifs aux analystes financiers et aux agences de notation.

1 LA CONSTRUCTION EUROPÉENNE : LE PLAN D'ACTION POUR LES SERVICES FINANCIERS (PASF)

A Les directives européennes

1 La directive sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (dite « abus de marché »)

La directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les « abus de marché » prévoit l'adoption de mesures d'application par la Commission européenne, qui, pour ce faire, doit solliciter de la part du CESR la délivrance d'avis techniques.

Sur la base d'un premier avis remis en décembre 2002, la Commission a publié quatre textes :

- la directive 2003/124/CE du 22 décembre 2003 portant modalités d'application en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché ;

- la directive 2003/125/CE du 22 décembre 2003 portant modalités d'application en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts ;
- la directive 2004/72/CE du 24 avril 2004 portant modalités d'application en ce qui concerne les pratiques admises de marché, la définition de l'information privilégiée portant sur les instruments dérivés sur produits de base, l'établissement des listes d'initiés, la révélation des opérations sur titres réalisées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes

et la notification d'opérations suspectes à l'autorité compétente ;

- le règlement CE n° 2273/2003 du 22 décembre 2003 portant modalités d'application en ce qui concerne les dérogations prévues pour les programmes de rachat et la stabilisation d'instruments financiers.

La directive 2003/124/CE apporte un complément à la définition d'une information privilégiée à la fois sur le caractère « précis » de celle-ci et sur « l'effet sensible » qu'elle peut avoir sur le cours d'un instrument financier. Elle précise également les modes et délais de publication d'une information privilégiée afin de garantir au public un accès rapide à celle-ci et de l'informer de tout changement significatif qui viendrait affecter cette information postérieurement à sa publication.

Une liste indicative présente des exemples d'intérêts légitimes pouvant justifier le report de la publication de l'information privilégiée dans les conditions de l'article 6.2 de la directive 6/2003 visant à protéger le secret des affaires.

Enfin, le texte établit une liste non exhaustive d'éléments qui, sans être en eux-mêmes constitutifs d'une manipulation de marché, sont pris en compte par l'autorité compétente et les participants de marché à l'occasion de l'examen d'opérations ou d'ordres.

La directive 2003/125/CE exige la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des intérêts et conflits d'intérêts de la part des personnes produisant et diffusant ces recommandations.

Il convient de rappeler que si ces dispositions visent à la fois les activités d'analyses conduites par les prestataires de services d'investissement et les bureaux indépendants, elles excluent les activités de notation de crédit. Un considérant recommande néanmoins que les agences de notation adoptent les politiques et procédures internes visant à garantir la présentation équitable et la révélation des conflits d'intérêts qui figurent dans la directive.

De façon générale, le considérant n° 22 de la directive 2003/6/CE souligne que « les États membres devraient être en mesure de choisir la manière la plus appropriée d'établir une réglementation pour les personnes qui réalisent ou diffusent des travaux de recherche concernant des instruments financiers ou des émetteurs d'instruments financiers ou pour les personnes qui produisent ou diffusent d'autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement, y compris des mécanismes appropriés d'autorégulation, qui devraient être notifiés à la Commission ». Il s'agit de préserver la spécificité de certaines professions, notamment celle de journaliste expressément visée dans le considérant n° 11 qui précise que la directive 2003/125/CE n'empêche en aucune façon les États membres d'appliquer leurs dispositions constitutionnelles en matière de liberté de la presse et de liberté d'expression dans les médias.

Enfin, le règlement n° 2273/2003 définit les conditions d'accès à des régimes dérogatoires prévus pour les rachats d'actions par l'émetteur et les opérations de stabilisation effectuées sur le marché primaire. Les émetteurs satisfaisant à ces conditions bénéficient alors de présomptions irréfragables de légitimité de leurs interventions au regard des interdictions relatives à l'information privilégiée et à la manipulation de marché.

En revanche, ne devraient pas être couvertes, par exemple, les pratiques dites de *front-running* (visant pour un intermédiaire à tirer profit des ordres des clients), la communication d'une information privilégiée à un tiers ou la diffusion d'une information fautive.

Ces nouvelles règles viendront compléter le régime actuel posé par le règlement COB n° 90-04 relatif à l'établissement des cours, ajusté en tant que de besoin, et s'appliqueront seulement aux rachats d'actions ayant pour objet l'annulation des titres ou la remise de titres aux salariés ou aux porteurs d'obligations convertibles. La transparence des rachats effectués dans le nouveau cadre en sortira renforcée.

L'ensemble du dispositif « abus de marché » devra avoir été transposé par les États membres au plus tard le 12 octobre 2004.

2 La directive sur le prospectus

La directive concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation a été votée par le Parlement européen en seconde lecture le 2 juillet 2003, puis publiée au Journal officiel de l'Union européenne le 31 décembre 2003. Conformément à l'article 29, les États membres devront transposer le texte de la directive dans un délai de dix-huit mois après sa date de publication, soit en juillet 2005 au plus tard.

La directive devrait permettre au régulateur français de consolider les évolutions récentes en matière de prospectus, notamment celle d'une incorporation par référence de documents précédemment déposés auprès du régulateur, ainsi que le système de contrôle *a posteriori* des documents de référence.

Le texte introduit également des innovations majeures par rapport aux directives 2001/34 et 89/298, que le régulateur français devra prendre en compte en raison de l'objectif d'harmonisation maximale de la directive.

La Commission européenne a élaboré un projet de règlement d'application, sur la base de l'avis technique transmis par le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CESR), chargé de définir les mesures d'exécution des règles prévues dans la directive selon la procédure Lamfalussy.

Selon le principe du passeport européen, tout prospectus approuvé par l'État membre d'origine sera valide pour une offre au public ou une admission à la négociation dans un nombre quelconque d'États membres d'accueil, sans que les autorités compétentes des ces États membres n'aient à engager de procédure administrative à l'égard des prospectus. Dans ce contexte, l'État membre d'origine sera défini comme le pays du siège statutaire de l'émetteur, et non plus comme celui de son lieu de cotation¹.

Afin de faciliter la mise en place du passeport européen, le texte prévoit :

- la possibilité d'une délégation de l'approbation du prospectus par l'autorité compétente de l'État membre d'origine à l'autorité compétente d'un autre État membre, avec l'accord de cette dernière ;
- la possibilité pour l'émetteur de rédiger son prospectus uniquement dans une langue usuelle en matière

¹ Néanmoins, la directive introduit le libre choix du pays d'origine pour les émetteurs de certaines catégories de titres, dans le but notamment de préserver le marché des titres euro-obligataires, dont l'intégration est déjà effective au niveau européen. Sont ainsi concernés :

- les titres autres que de capital dont la valeur nominale unitaire est au moins égale à 1000 euros ou à une « valeur nominale presque équivalente » dans une autre devise que l'euro ;
- les bons d'option (warrants) ou les convertibles sur les titres d'un tiers sans condition de montant ;
- l'ensemble des titres émis par des émetteurs qui ont leur siège statutaire dans un pays tiers.

financière, l'autorité compétente des États membres d'accueil étant seulement en droit d'exiger qu'un résumé soit établi dans sa langue officielle, sauf dans le cas où l'opération est sollicitée dans l'État membre d'origine, auquel cas le prospectus devra au moins être établi dans une langue acceptée par l'autorité compétente de cet État membre. En outre, le texte prévoit des modalités encore plus souples pour les admissions de titres autres que de capital dont la valeur nominale unitaire est au moins égale à 50 000 euros² ;

- l'obligation pour chaque État membre de désigner une autorité administrative centrale chargée de l'approbation des prospectus, voire plusieurs autorités administratives indépendantes si son droit national l'exige, ces autorités pouvant elles-mêmes déléguer des tâches à d'autres entités, qui devront être organisées de manière à éviter les conflits d'intérêts.

Enfin, dans le but d'harmoniser les informations requises dans le prospectus, des schémas ont été définis par CESR selon la procédure de la comitologie, en fonction des titres émis et dans une moindre mesure de la nature de l'émetteur. Le texte étant d'application maximale, les États membres ne pourront pas aller au-delà des obligations d'information établies dans le cadre de ces schémas.

2/a

Une directive compatible avec certaines pratiques françaises en matière de prospectus

La directive entérine le système d'incorporation par référence de documents antérieurement déposés auprès de l'autorité compétente ou approuvés par celle-ci.

En outre, la directive prend en compte le système des contrôles *a posteriori* des documents de référence, puisque l'émetteur a la possibilité d'incorporer par référence des documents simplement déposés auprès du régulateur conformément à la directive. En outre, le texte mentionne expressément que lorsqu'un émetteur a déposé un document d'enregistrement qui n'a pas été soumis à un contrôle préalable, l'ensemble des documents formé de la note d'opération, du résumé et du document d'enregistrement doit être approuvé par l'autorité compétente.

Enfin, la directive semble compatible avec le système optionnel de publication d'un document d'enregistrement mis à jour chaque année, actuellement en application sur le marché français, un document d'enregistrement ayant une durée de validité de douze mois.

2/b

De nouvelles dispositions qui devront être transposées dans la législation et la réglementation françaises

Un champ d'application qui implique un aménagement de la définition de l'appel public à l'épargne (APE)

En premier lieu, le champ d'application du texte est étendu aux parts émises par les organismes de placement collectif de type fermé, mais il ne s'applique pas aux offres de valeurs mobilières dont le montant total est inférieur à 2,5 millions d'euros. Les États membres ayant toute latitude pour légiférer en dehors du champ d'application de la directive,

il incombera au législateur français de déterminer s'il entend encadrer de telles émissions, ou s'il souhaite modifier la définition de l'appel public à l'épargne afin d'exclure ces opérations de son champ de compétence.

Par ailleurs, la directive introduit une définition harmonisée des investisseurs qualifiés et des PME qui devra être articulée avec celle de l'appel public à l'épargne, dans la mesure où les opérations destinées à ce type d'investisseurs sont exclues du champ de l'APE.

Selon le texte, les investisseurs qualifiés regroupent au moins toutes les personnes morales qui ne sont pas des PME, ces dernières étant définies comme des sociétés qui présentent au moins deux des trois caractéristiques suivantes : un nombre moyen de salariés inférieur à 250 personnes sur l'ensemble de l'exercice, un total du bilan ne dépassant pas 43 millions d'euros et un chiffre d'affaires net annuel ne dépassant pas 50 millions d'euros.

Cependant, les États membres peuvent autoriser les PME et/ou les personnes physiques qui en font la demande à être considérées comme des investisseurs qualifiés. Les États membres qui décideront d'appliquer une telle option devront prendre en compte le fait que les PME et les personnes physiques considérées comme des investisseurs qualifiés à leur demande mais pourront décider à tout moment de sortir de cette classification. Ce système d'*opt-in* et d'*opt-out* imposera donc aux autorités compétentes des États membres concernés de tenir à jour un registre des personnes physiques et des PME considérées comme des investisseurs qualifiés, et de le mettre à la disposition de tous les émetteurs.

L'élargissement du champ des dispenses de prospectus

Le texte de la directive étant d'application maximale, les cas de dispenses de prospectus qu'il prévoit deviennent obligatoires pour les États membres, contrairement au texte antérieur par lequel ils étaient optionnels. Cette particularité de la directive conduira le régulateur français à élargir le champ des dispenses de prospectus accordées aux émetteurs dans trois cas :

- dans le cadre d'une offre au public, les opérations destinées aux administrateurs ou aux salariés anciens ou existants seront dispensées de prospectus, à condition toutefois que les valeurs mobilières soient déjà admises à la négociation sur un marché réglementé, et qu'un document contenant des informations sur les modalités de l'offre soit mis à la disposition des intéressés ;
- dans le cadre d'une admission à la négociation, les actions attribuées gratuitement aux actionnaires existants seront également dispensées de prospectus pour autant qu'un document contenant des informations sur le nombre et la nature des actions ainsi que sur les raisons et les modalités de l'offre soit mis à la disposition des intéressés ;
- enfin, les actions représentant moins de 10 % du nombre d'actions de même catégorie déjà admises à la négociation sur le même marché réglementé sur une période de 12 mois sont dispensées de prospectus, que l'opération s'adresse

² Pour ces opérations, le prospectus est établi soit dans une langue acceptée par les autorités compétentes des États membres d'origine et d'accueil, soit dans une langue usuelle dans la sphère financière internationale (y compris lorsque l'opération est sollicitée dans l'État membre d'origine). En outre pour ces opérations, les émetteurs ne seront pas tenus de publier un résumé si la législation applicable dans les États membres dans lesquels ils sollicitent une admission ne le prévoit pas.

à un petit nombre de bénéficiaires ou pas, et sans condition pour l'émetteur d'avoir satisfait à ses obligations d'information.

La modification des obligations d'information permanente pour les sociétés cotées

Tous les émetteurs admis à la négociation sur un marché réglementé auront l'obligation de publier chaque année une liste des informations publiées ou mises à la disposition du public au cours des douze derniers mois. Une telle actualisation sera obligatoire pour tous les marchés, mais les émetteurs de titres autres que de capital dont la valeur nominale unitaire est au moins égale à 50 000 euros en seront dispensés. Cette obligation ne sera pas équivalente à la publication d'un document de référence complet tel qu'il est défini par la réglementation de l'AMF.

La réduction des délais d'examen du prospectus

L'autorité compétente devra désormais notifier sa décision dans les dix jours ouvrables suivant la présentation du projet de prospectus (cf. article 13-2-1). Ce délai est porté à vingt jours ouvrables si l'offre publique porte sur des valeurs mobilières émises par un émetteur dont aucune valeur mobilière n'a encore été admise à la négociation sur un marché réglementé et qui n'a pas encore offert de valeurs mobilières au public (cf. article 13-3). Enfin, tout supplément éventuel au prospectus est approuvé dans un délai maximal de sept jours ouvrables.

Lorsque les documents sont incomplets, l'autorité compétente dispose d'un délai de dix jours ouvrables suivant l'introduction de la demande pour en informer l'émetteur (cf. article 13-4-1a).

L'instauration d'une procédure plus souple pour les émetteurs déjà admis à la négociation sur un marché réglementé et faisant souvent appel public à l'épargne

Pour les titres autres que de capital émis dans le cadre d'un programme d'offre, ainsi que pour les obligations foncières émises d'une manière continue ou répétée par les établissements de crédit, l'émetteur peut choisir de publier un prospectus de base, qui contient toutes les informations utiles sur l'émetteur et sur les valeurs offertes au public ou proposées à la négociation sur un marché réglementé, à l'exception des conditions définitives de l'offre. Ces conditions pourront être précisées ultérieurement, soit par le biais d'un supplément visé par l'autorité compétente, soit par l'intermédiaire d'un communiqué déposé auprès de l'autorité compétente lors de chaque offre au public.

La possibilité de publication du prospectus sous forme électronique exclusivement

Les modalités de publication du prospectus sont assouplies, puisque les émetteurs ont désormais la possibilité de se limiter à une diffusion de ce document sous forme électronique, soit sur leur site internet et, le cas échéant, sur celui des intermédiaires financiers qui placent ou négocient les valeurs mobilières concernées, soit sur le site internet du marché réglementé où l'admission à la négociation est sollicitée, soit sur le site internet de l'autorité compétente de l'État membre d'origine si celle-ci a décidé d'offrir ce service.

Les modes de diffusion classiques (insertion dans un ou plusieurs journaux à diffusion nationale ou à large diffusion dans les États membres où l'offre au public est faite ou l'admission à la négociation sollicitée, ou mise à disposition gratuite d'une forme imprimée au siège statutaire de l'émetteur) peuvent être choisis alternativement.

Un État membre pourra exiger dans tous les cas la publication d'un communiqué précisant sous quelle forme le prospectus a été mis à la disposition du public, et mentionnant où celui-ci peut se le procurer.

En outre, afin de centraliser l'information, l'autorité compétente de l'État membre d'origine doit publier l'intégralité des prospectus approuvés sur une période de douze mois, ou à tout le moins une liste de ces prospectus, sur son site.

La révocation des ordres par les investisseurs

Les investisseurs ont la possibilité de se rétracter pendant une période de deux jours ouvrables suivant la publication d'un supplément mentionnant « *tout fait nouveau ou significatif ou toute erreur ou inexactitude substantielles concernant les informations contenues dans le prospectus et de nature à influencer l'évaluation des valeurs mobilières* », avant la clôture définitive de l'offre au public ou le cas échéant le début de la négociation sur un marché réglementé (cf. article 16-2). Une telle possibilité n'est pas prévue actuellement par les textes applicables sur le marché français.

Le projet de règlement d'application

Le groupe de travail du CESR a transmis son avis final sur les mesures d'exécution de la directive à la Commission européenne en décembre 2003, conformément à son mandat. Sur la base de cet avis, et après une consultation de Place au niveau européen, la Commission européenne a publié le 15 janvier 2004 un projet de règlement sur les mesures d'exécution de la directive prospectus, qui devra être adopté avant le 1^{er} juillet 2004.

Le projet de règlement définit les modalités de l'incorporation par référence, celles de la mise à disposition du prospectus, l'information minimale à fournir dans le prospectus ainsi que le contenu de ce document en fonction des différents produits et de la nature de l'émetteur.

Le contenu du prospectus dépend de la nature du produit proposé et, dans une moindre mesure, de celle de l'émetteur, puisque seuls les établissements de crédit bénéficieront d'un schéma spécifique dans le cadre d'une émission ou d'une admission de produits autres que de capital.

Tout prospectus sera constitué au minimum d'un schéma de document d'enregistrement (*registration document* ou « RD ») et d'un schéma de note d'opération (*securities note* ou « SN »), auxquels s'ajouteront dans certains cas des modules contenant des informations complémentaires, sauf pour les certificats détenus par des banques et représentant une quote-part d'actions d'une entreprise cotée dans un pays tiers (*depository receipts*), qui auront leur propre schéma de prospectus en un seul bloc.

Huit schémas de document d'enregistrement sont prévus (titres de capital, titres autres que de capital d'un montant nominal inférieur ou supérieur ou égal

à 50 000 euros, produits titrisés, titres autres que de capital émis par des organismes de crédit, fonds fermés, titres émis par des États souverains ou par leurs collectivités territoriales ou locales, titres émis par des organismes internationaux).

Ils pourront être associés à quatre schémas de note d'opération (actions, titres autres que de capital d'un montant nominal inférieur à 50 000 euros, titres autres que de capital d'un montant nominal supérieur ou égal à 50 000 euros, produits dérivés).

Par ailleurs, les modules suivants pourront être ajoutés :

- module sur les garants ;
- module sur la titrisation ;
- module sur l'action sous-jacente ;
- module sur les *pro forma* (uniquement si le prospectus inclut un document d'enregistrement actions).

En règle générale, le document d'enregistrement apporte une information sur l'émetteur du titre, et la note d'information décrit le produit offert.

Néanmoins dans le cas des produits convertibles ou donnant accès à un autre titre, la note d'opération apporte des informations sur le produit qui porte le droit d'échange ainsi que sur les modalités de conversion. Pour ces produits, le module sur l'action sous-jacente doit en général être ajouté afin de fournir une information relative au titre attaché.

3 Le projet de directive dite « transparence » sur les obligations d'information des sociétés cotées sur un marché réglementé

La Commission européenne a présenté le 26 mars 2003 sa proposition officielle de directive relative aux obligations de transparence des sociétés cotées qui prévoit une refonte de règles aujourd'hui contenues dans trois directives datant respectivement de 1979 (rapport financier annuel), 1982 (rapports financiers intermédiaires) et 1988 (publicité des franchissements de seuils) ainsi que de certaines dispositions de la directive 2001/34/CE du Conseil, relatives aux exigences de publicité permanente et périodique.

Le projet de directive transparence fixe les obligations d'information périodique - et certaines obligations d'information permanente - applicables à un émetteur (ou à la personne ayant sollicité sans son consentement l'admission à un marché réglementé) dont les valeurs mobilières, titres de capital ou titres de créance, sont admises à la négociation sur un marché réglementé de l'Union européenne (et non plus aux seules sociétés admises à une « cote officielle »). Cette directive ne s'appliquera donc pas aux obligations d'information résultant d'un appel public à l'épargne sans cotation.

Les obligations d'information que ce texte vise à harmoniser sont notamment celles relatives à la publication des comptes annuels et semestriels, et du rapport de gestion y afférent, des données trimestrielles, des franchissements de seuil et de certaines informations spécifiques (modification des droits des porteurs, nouvelle émission d'emprunt).

À l'inverse de la directive prospectus, le projet de directive transparence n'a pas un objectif d'harmonisation maximale. En conséquence, les émetteurs pourront se voir imposer des obligations plus strictes par l'autorité compétente dont ils relèvent, celle-ci étant définie de la même manière que dans la directive sur les prospectus.

Le projet de directive transparence traite principalement de l'information périodique mais il repose sur une définition large de l'information « réglementée » qui inclut non seulement les informations prévues par la directive mais également l'information « sensible » au sens de la directive « abus de marché ». Ainsi, les dispositions relatives au régime linguistique et aux modes de publication de l'information s'appliqueront à l'information périodique et à l'information sensible.

Le texte de la directive a fait l'objet de discussions pendant plusieurs mois au sein du Conseil, qui a présenté une orientation commune le 26 novembre 2003. Le Parlement européen a adopté la proposition de directive sur la transparence en première lecture le 30 mars 2004. Ce même texte a été approuvé par le Conseil début avril 2004.

4 La révision de la directive sur les services d'investissement

En 2003, à partir de la proposition de texte présentée en novembre 2002 par la Commission européenne, le Conseil et le Parlement européen ont travaillé dans le cadre de la procédure de co-décision afin d'adopter une directive « concernant les marchés des instruments financiers » destinée à remplacer la directive du 10 mai 1993 relative aux services d'investissement dans les valeurs mobilières (DSI).

Le Parlement a adopté en première lecture, le 25 septembre 2003, un texte comprenant un certain nombre d'allègements par rapport au texte initial de la Commission et par rapport au texte élaboré par le Conseil. Celui-ci est parvenu à une position commune le 8 décembre 2003, sur la base d'un accord politique obtenu le 7 octobre. Cette proposition de directive a été adoptée par le Parlement européen fin mars 2004 et publiée au JOUE le 30 avril 2004.

4/a

Les objectifs de la réforme

La DSI avait harmonisé au plan européen deux concepts essentiels, l'offre de services d'investissement et le marché réglementé. Le nouveau texte a pour principal objet d'adapter la législation européenne à la diversité croissante des modes d'exécution des ordres qui s'est développée au cours de ces dernières années, et de tenir compte en particulier de l'émergence et du développement des plates-formes multilatérales et des systèmes internes de négociation. Le projet de texte vise ainsi à établir un cadre réglementaire global concernant l'exécution d'ordres, destiné à permettre la coexistence et la concurrence en Europe de différents modes de négociation. Ce faisant, la nouvelle directive devrait remettre en cause l'architecture des marchés conçue par la directive de 1993 dans laquelle la notion de marché réglementé est un élément central. Dans ce contexte, il n'est pas surprenant que les discussions les plus vives aient concerné les conditions dans lesquelles les systèmes

d'internalisation des ordres - en particulier, les conditions de transparence pré-négociation - seront autorisés à opérer.

4/b

La position des régulateurs français

La position exprimée par la COB et le Conseil des marchés financiers tout au long de l'élaboration du texte s'inscrit dans le cadre général de la position française élaborée et défendue par le ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie. Elle a constamment été guidée par le souci de protection des investisseurs pour assurer leur confiance, et par la volonté de faciliter la constitution d'un marché européen efficient et intégré, dans le cadre d'une compétition équitable entre acteurs de natures différentes. Ces préoccupations se sont traduites par l'attachement des autorités françaises à la prise en compte des objectifs suivants dans l'élaboration du texte :

- mettre en place une classification réglementaire des différents systèmes de négociation qui réponde aux objectifs de concurrence équitable entre ces systèmes, d'efficacité, d'intégrité et finalement, de maintien des garanties essentielles pour les investisseurs et pour les émetteurs cherchant à lever des capitaux tout en respectant les différentes structures des marchés européens dont la majorité fonctionne sur la base d'un carnet d'ordres et dont l'efficacité a été démontrée ;
- accroître le caractère opérationnel du passeport des prestataires de services d'investissement (PSI), avec une harmonisation poussée des règles de conduite et la mise en place de mesures adéquates de protection des investisseurs (régime des investisseurs professionnels et des contreparties éligibles, encadrement des agents liés, encadrement du service d'exécution simple, sans conseil, ou « *execution only* », clarification du partage des responsabilités entre autorités du pays d'accueil et du pays d'origine) ;
- garantir l'intégrité et la stabilité du marché, d'une part en renforçant les dispositions relatives à la surveillance et à la coopération entre autorités compétentes pour tenir compte des conséquences de la fragmentation des marchés sur leur surveillance, et d'autre part, en mettant en place un cadre adéquat pour les activités *post*-marché.

4/c

Les principaux points d'intérêt du texte

Architecture des marchés

- Hors les règles spécifiques de l'admission à la cotation, les règles applicables aux marchés réglementés et aux plates-formes multilatérales sont équivalentes et garantissent ainsi une saine concurrence ;
- les règles de transparence pré-négociation applicables aux systèmes internes ont fait l'objet de discussions début 2004, les principaux points de débat portant sur le champ d'application des règles, la taille des transactions soumises à obligation d'affichage, la possibilité ou non pour

les PSI proposant le service d'internalisation des ordres d'améliorer leurs prix de façon sélective.

Règles relatives aux entreprises d'investissement et à l'offre de services d'investissement

- Le champ des entités qui ne sont pas soumises à la directive a été élargi par rapport à la directive actuelle et l'on relèvera en particulier que certains types d'entités négociant pour compte propre ne devraient plus être soumises à agrément ;
- le texte permettra désormais aux intermédiaires offrant un service de réception et transmission d'ordres et/ou d'exécution d'ordres pour compte de tiers d'offrir, dans certaines conditions, ce service en « *execution only* », c'est-à-dire sans avoir à obtenir au préalable d'information sur les connaissances du client, son expérience en matière d'investissement, permettant d'être en mesure de déterminer si le service ou le produit d'investissement envisagé convient au client ;
- la règle de meilleure exécution (« *best execution* »), élément-clé de la directive compte tenu de la disparition de la règle de concentration des ordres, devrait reposer sur un dispositif limitant son champ aux lieux d'exécution des ordres choisis par l'entreprise d'investissement et dont le client sera informé, ce choix étant encadré par le texte (il doit inclure les systèmes qui peuvent effectivement fournir le meilleur résultat possible pour l'exécution d'ordres de clients) ;
- les travaux du CESR sur la classification des clients professionnels et non professionnels et sur le régime des contreparties éligibles ont été pris en compte.

Dispositions en matière de surveillance et coopération entre autorités compétentes

Ces dispositions ont été renforcées de telle sorte qu'elles permettent effectivement aux régulateurs de conduire une surveillance intégrée dans un environnement de marché qui pourra être plus fragmenté qu'aujourd'hui. On relèvera en particulier la possibilité, pour l'autorité en charge de la surveillance d'un marché, d'interroger un membre à distance de ce marché, situé dans un autre État membre.

4/d

Les travaux de comitologie

CESR, sans attendre l'obtention des mandats définitifs de la part de la Commission³, a constitué, en mars 2003, trois groupes d'experts. Ce travail préparatoire a permis d'identifier les priorités et les sujets nécessitant le plus de travail, et de réaliser l'inventaire des différentes réglementations nationales.

Organisation des travaux du CESR

Un groupe de pilotage (*ISD Steering Group*), composé des présidents des trois groupes d'experts et présidé par le président du CESR, A. Docters Van Leeuwen, coordonne les travaux des trois groupes qui sont présidés par :

- le président de l'AMF pour les questions relatives à la surveillance et à la coopération ;
- le président de la FSA britannique, pour les dispositions relatives aux intermédiaires ;

³ Les premiers mandats provisoires (en attendant l'adoption de la directive) ont été publiés le 20 janvier 2004 par la Commission.

- un membre du Conseil de l'Autorité hollandaise pour les questions relatives à la transparence des marchés.

Le groupe de pilotage a pour but d'assurer la coordination de l'approche réglementaire des trois groupes d'experts et la concertation sur les sujets « mitoyens ». Les groupes d'experts pourront s'appuyer sur un groupe consultatif de participants de marché (*Consultative Working Group of market participants*), auprès duquel ils peuvent tester leurs pistes de réflexion. Ce groupe s'est réuni pour la première fois, avec chacun des groupes d'experts, les 28 et 29 janvier 2004.

Les mandats

Les mandats confiés à ces groupes d'experts sont les suivants :

Groupe marchés :

- transparence pré et post négociation pour les marchés réglementés et les plates-formes multilatérales (MTF) et principes de transparence après négociation pour les entreprises d'investissement⁴ (articles 28, 29, 30, 44 et 45 de la proposition de directive) : principes, exceptions liées à la taille des transactions, exceptions liées au modèle de marché ;
- admission des instruments financiers aux négociations sur les marchés réglementés (article 40 de la proposition de directive) : règles d'admission des instruments, vérification par les marchés réglementés des obligations d'information des émetteurs, vérification par les marchés réglementés de l'accessibilité de leurs membres aux informations publiées.

Groupe « intermédiaires » :

Les travaux sont centrés sur les mesures de comitologie suivantes :

- règles d'organisation (Art. 13)
- conflits d'intérêt (Art. 18 et 13.3)
- règles de bonne conduite (Art. 19)
- règle de meilleure exécution (Art. 21)
- règles de traitement des ordres des clients (Art. 22)

Compte tenu de l'existence de règles de bonne conduite déjà établies par CESR en 2002⁵ pour l'application de l'article 11 de la directive actuelle, le groupe d'experts a organisé son travail de façon à utiliser celles de ces normes qui entrent dans le champ des mandats de la DSI révisée (en les amendant en fonction des modifications apportées à la directive) et à identifier les normes de niveau 2 qui n'ont pas encore fait l'objet de travaux de la part du CESR.

Groupe « surveillance des marchés et coopération » :

Les dispositions de comitologie en cours d'élaboration par le groupe sont les suivantes :

- déclaration des transactions aux autorités compétentes (article 25) : méthodes et modalités à appliquer pour déclarer les transactions financières, forme et contenu à donner à ces déclarations, et critères permettant de définir un marché pertinent en termes de liquidité ;
- coopération entre autorités en charge de la surveillance de marchés opérant de façon transfrontière (article 56) : critères de fonctionnement d'un marché réglementé opérant dans un État

membre d'accueil pouvant être considérés comme ayant une forte influence sur le bon fonctionnement des marchés des valeurs mobilières et la protection des investisseurs dans ledit État membre d'accueil ;

- échanges d'informations entre autorités compétentes (article 58) : échanges d'informations et procédures afférentes.

5 La directive OPA

En décembre 2003, le Parlement européen a adopté la proposition de directive concernant les offres publiques d'acquisition. Sous réserve de l'approbation finale du Conseil de l'Union européenne, la directive devrait en principe entrer en vigueur au cours du premier semestre 2004, les États membres disposant d'un délai de deux ans à compter de cette entrée en vigueur pour la transposer dans leur droit interne.

D'une manière générale, la directive reprend les principes fondamentaux en matière d'offre publique fixés par la position commune du Conseil de l'Union européenne arrêtée en juin 2000⁶ :

- principe de l'offre obligatoire en cas de changement de contrôle d'une société relevant du droit d'un État membre et dont les titres auxquels sont attachés des droits de vote sont négociés sur un marché réglementé au sens de la directive sur les services d'investissement ;
- principe de l'établissement d'un document d'information assorti d'une reconnaissance mutuelle en cas de multicotation des titres de la société visée dès lors que celui-ci a été approuvé préalablement par l'autorité de contrôle territorialement compétente ;
- principe de détermination de l'autorité de contrôle compétente et du droit applicable pour les offres transfrontières⁷ ;
- principe selon lequel la mise en œuvre de défenses anti-OPA doit être décidée par les actionnaires de la société visée par une offre réunis, à cet effet, en période d'offre en assemblée générale.

La directive répond également aux exigences du Parlement européen formulées en juillet 2001⁸ en prenant en considération les recommandations préconisées par le « groupe d'experts de haut niveau en droit des sociétés » présidé par M. Winter en janvier 2002⁹.

À ce titre, elle définit la notion de prix équitable, fixe des règles tendant à assurer des conditions de jeu égales au sein de l'Union européenne, et instaure des procédures de retrait obligatoire à la demande de l'actionnaire majoritaire ou d'un actionnaire minoritaire¹⁰.

La directive présente, en revanche, la particularité de rendre facultative l'application par les États membres des dispositions relatives aux dispositifs anti-OPA décrites aux articles 9 et 11.

Ce choix résulte d'un compromis considéré comme le meilleur par la majorité des États membres, compte tenu des disparités qui existent entre les mécanismes

⁴ Il est rappelé que le mandat correspondant à l'article 27 relatif à la transparence pré-négociation pour les systèmes internes, a été réservé en raison du caractère hautement controversé de cet article.

⁵ CESR/01-014d: "A European regime of investor protection – the harmonization of conduct of business rules", complété par CSR/02-098b: "A European regime of investor protection – the professional and the counterparty regimes".

⁶ Rapport annuel COB 2000, page 137.

⁷ L'autorité compétente pour le contrôle de l'offre est celle de l'État membre dans lequel la société visée a son siège social, dès lors que les titres de cette société sont admis aux négociations sur un marché réglementé de cet État membre. En revanche, lorsque les titres de la société visée ne sont pas admis aux négociations sur un marché de l'État dans lequel la société a son siège social, la directive prévoit que l'autorité compétente pour le contrôle de l'offre est celle de l'État membre sur le marché duquel les titres sont admis à la négociation. Dans cette hypothèse, la directive prévoit une répartition des compétences entre l'autorité de contrôle du siège et celle du marché.

⁸ Rapport annuel COB 2001, pages 178 et 179.

⁹ Rapport annuel COB 2002, pages 240 et 241.

¹⁰ Rapport annuel COB 2002, pages 241 et 242.

et structures du droit des sociétés au sein de l'Union européenne.

Plus précisément, la directive n'oblige pas les États membres à introduire dans leur droit interne des offres publiques les deux principes fondamentaux suivants :

- compétence exclusive de l'assemblée générale des actionnaires réunie pendant l'offre pour autoriser la mise en œuvre de mesures de défense anti-OPA (article 9) ;
- neutralisation, en période d'offre ou à l'issue de l'offre, des clauses restrictives de transferts de titres et de droit de vote, ainsi que des droits de vote multiple¹¹ (article 11).

Elle offre néanmoins la possibilité aux sociétés établies sur le territoire d'un État membre d'appliquer les principes posés aux articles 9 et/ou 11 tout en prévoyant un mécanisme de réciprocité en cas de non application desdits principes par l'initiateur d'une offre.

6 La proposition de directive relative aux fusions transfrontières des sociétés de capitaux

Après une première tentative infructueuse en 1984, qui l'avait conduite, en 2001, au retrait total de sa proposition de directive relative aux fusions transfrontières des sociétés de capitaux, la Commission européenne a présenté une toute nouvelle proposition en novembre 2003.

Cette proposition, qui couvre toutes les sociétés de capitaux, a pour ambition de faciliter les rapprochements entre sociétés d'États membres différents en supprimant les obstacles inhérents à la coexistence de législations nationales différentes, tout en veillant à la protection du régime de participation des salariés des sociétés concernées par la fusion.

Elle a tout particulièrement vocation à s'appliquer aux PME qui souhaitent opérer dans plusieurs États membres, mais non dans toute l'Europe, et qui sont donc peu susceptibles de demander le statut de société européenne.

Conformément à la procédure dite de « codécision », la proposition sera soumise pour adoption au Conseil de l'Union européenne et au Parlement européen.

B L'après plan d'action pour les services financiers

Considérant l'achèvement du plan d'action pour les services financiers, la Commission européenne a débuté une réflexion sur les champs non couverts par celui-ci. Elle a réuni des groupes de professionnels dans les domaines de la régulation des marchés, des émetteurs et de la gestion afin de recueillir leurs observations.

D'ores et déjà la Commission européenne a identifié deux domaines, la régulation des activités de *post*-marché qui a donné lieu à la publication d'une communication le 28 avril 2004 qui reprend

les conclusions des rapports Giovannini¹² et le gouvernement d'entreprise, lequel a donné lieu à une consultation courant 2003.

Par ailleurs, les réflexions du Parlement européen sur les agences de notation contribuent à la réflexion menée dans plusieurs enceintes internationales.

1 Le gouvernement d'entreprise

Le 21 mai 2003, la Commission européenne a mis en consultation publique son plan d'action concernant la modernisation du droit des sociétés et le renforcement du gouvernement d'entreprise dans l'Union européenne.

La COB a examiné avec intérêt les propositions de ce plan d'action qui se traduisent, à court terme dans certains cas, par des projets de directives ou de recommandations. Elle a relevé que d'une manière générale, les principes de gouvernement d'entreprise énoncés dans la communication de la Commission européenne répondent aux préoccupations du régulateur français en matière de protection des investisseurs. Elle a relevé également que les principes et normes envisagés par la Commission correspondent aux normes qui existent d'ores et déjà en France. En effet, la Commission envisage à court terme une directive :

- pour rendre obligatoire une déclaration annuelle de gouvernement d'entreprise, dispositif très proche de celui instauré par la loi française de sécurité financière qui prévoit un rapport annuel du président sur le fonctionnement du conseil d'administration et les procédures de contrôle interne ;
- pour confirmer la responsabilité collective des administrateurs concernant les états financiers et les principaux documents non financiers, responsabilité collective qui existe depuis longtemps dans le droit des sociétés français ;
- pour faciliter l'exercice des droits des actionnaires, d'une part en permettant et encadrant l'usage de la voie électronique pour exercer son droit d'expression auprès des émetteurs et pour, voter, d'autre part, en résolvant les problèmes spécifiques posés par le vote transfrontière. Le code de commerce français reconnaît et encadre d'ores et déjà l'inscription de projets de résolution par les actionnaires et le vote par la voie électronique ; il tient compte de la qualité et des spécificités des actionnaires non-résidents pour faciliter leur vote dans les assemblées générales des sociétés françaises.

La Commission envisage également à court terme une recommandation, d'une part pour préciser et renforcer le statut des administrateurs indépendants, d'autre part pour prévoir une transparence sur la politique de rémunération des dirigeants et des administrateurs. Sur ces deux points, le dispositif de régulation français contient déjà des normes ou recommandations : dispositions du code de commerce imposant la transparence annuelle sur les rémunérations des mandataires sociaux ; dispositions du code de commerce sur les cumuls de mandats sociaux et sur la transparence obligatoire des autres

¹¹ Définis à l'article 2 de la directive, les titres à droits de vote multiple sont "les titres inclus dans une catégorie distincte et conférant plus d'une voix".

¹² Voir *infra*, les travaux CESR/SEBC, p. 45.

fonctions exercées par les mandataires sociaux, recommandations des Principes de gouvernement d'entreprise de l'AFEP et du MEDEF notamment sur le profil, le nombre et le rôle des administrateurs indépendants, les comités de rémunération et de nomination, informations exigées par la réglementation de la COB dans les prospectus et documents de référence sur le respect ou non de ces recommandations.

S'agissant de l'exercice du droit de vote par la voie électronique, la COB a indiqué dans le cadre de la consultation publique de la Commission que l'usage du vote électronique ne doit pas devenir le mode exclusif de vote dès lors que tous les actionnaires ne disposent pas de cet outil. Par ailleurs, la COB a attiré l'attention sur la nécessité de définir la ou les catégories d'investisseurs institutionnels concernés par l'obligation de transparence sur les votes qu'ils exercent.

2 Les travaux du Parlement européen sur les agences de notation

Le 10 février 2004, le Parlement européen a adopté une résolution sur le rôle et les méthodes des agences de notation de crédit, sur le rapport de M. Katiforis. Dans cette résolution qui ne constitue pas un instrument « contraignant » de la législation européenne, les parlementaires soulignent principalement, d'une part, que les émetteurs qui choisissent de faire évaluer leur dette doivent être tenus de fournir en permanence aux agences de notation toutes les informations utiles et de donner suite aux demandes spécifiques des agences, et d'autre part, que les agences doivent se soumettre à des obligations similaires de transparence quant à leurs méthodes, aux modèles appliqués et à la nature des relations, reposant sur des honoraires, qu'elles entretiennent avec les émetteurs. Le Parlement souligne également l'importance de garantir aux agences de notation une indépendance par rapport aux autorités de régulation quant au fond des avis exprimés.

Un autre élément important de la résolution réside dans l'invitation faite à la Commission de « *prendre toutes les dispositions nécessaires, notamment la réalisation d'une étude coût-avantages des effets sur les marchés financiers européens, pour établir s'il est nécessaire d'instaurer, sous les auspices du CESR, un système européen pour l'enregistrement en Europe des agences de notation, effectué sur la base de critères précis et rendus publics - en particulier la crédibilité auprès des acteurs du marché, l'objectivité, l'indépendance, la compétence du personnel, la solidité financière, l'existence de procédures internes permettant d'identifier et de traiter les conflits d'intérêts et la transparence des opérations* ». À cet égard, le Parlement invite la Commission à lui présenter un rapport sur des développements dans ce domaine d'ici le 31 juillet 2005 et périodiquement ensuite.

En outre, le Parlement invite les autorités compétentes de l'Union européenne à examiner « *le degré*

de concentration qui caractérise la profession de la notation et d'établir si un oligopole s'est formé en conséquence ».

Le Parlement européen propose également à la Commission européenne et au CESR d'entretenir d'étroits contacts avec les autorités américaines au sujet de la conduite et des résultats de leur enquête, ainsi qu'à l'informer des évolutions réglementaires qui pourraient être décidées aux États-Unis.

La Commission européenne devrait présenter un premier document sur les initiatives qu'elle compte prendre concernant les agences de notation d'ici la fin de l'année 2004.

2 LE RÔLE DU CMF ET DE LA COB AU SEIN DU CESR (COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS)

A Les travaux du CMF et de la COB au sein du CESR

Le Comité européen des régulateurs en valeurs mobilières est particulièrement mobilisé dans le cadre de la réalisation du plan d'action pour les services financiers. À ce titre, le CESR consacre une part importante de ses travaux à la rédaction d'avis à l'intention de la Commission. Les services de la COB et du CMF ont été présents dans l'ensemble des groupes de travail relatifs aux travaux préparatoires de niveau 2. Compte tenu du détail de précision des mesures de niveau 2, les deux autorités ont attaché une grande importance à la rédaction de ces avis. Le président de l'AMF préside l'un des trois groupes de travail sur la rédaction des avis de niveau 2 relatifs à la directive sur les marchés d'instruments financiers et participe ainsi au *Steering group* qui, sous la présidence du Président du CESR, coordonne les travaux. Le détail de ces travaux est présenté dans les développements relatifs à chaque directive¹³.

Les services des régulateurs ont également participé activement aux groupes permanents du CESR qui rassemblent, d'une part, les responsables des services d'inspection des ses membres et, d'autre part, les responsables des affaires comptables. Les services de la COB ont également participé aux réunions préparatoires à la constitution d'un groupe relatif à la gestion d'actifs. La Commission souhaite en effet l'extension du champ du CESR au domaine de la gestion collective et entend commencer dès 2004 des travaux de réflexion communs sur ce sujet.

¹³
Voir supra,
pages 36 et suivantes

1 Le séminaire de réflexion sur la volatilité

Le président de la COB, assisté du secrétaire général du CMF, a animé un séminaire de réflexion sur la volatilité des marchés. Les conclusions de ce séminaire ont permis de dégager plusieurs idées et pistes de réflexions et en particulier la nécessité de renforcer :

- l'information du marché sur certains types de transactions ;
 - l'importance des processus de formation des prix et leur lien avec la structure des marchés.
- Les participants se sont interrogés sur l'évolution des acteurs de marché, notamment les gérants de fonds, d'une gestion active vers une gestion passive (fonds indexés, fonds indiciaires cotés et non cotés, et « *benchmarked funds* ») ; sur le recours à la gestion de *hedge funds* au lieu des outils traditionnels ; sur la gestion du risque au travers des nouveaux produits.

De manière sous-jacente a été évoqué le risque de migration de certaines activités financières vers des sphères moins régulées. Les conclusions de ce séminaire ont été présentées au Comité technique de l'OICV et au FSF.

2 Les travaux CESR/SEBC

En octobre 2001, CESR et le système européen des banques centrales SEBC ont constitué un groupe de travail commun sur les processus de règlement et de livraison des titres en Europe. L'objectif de ce groupe est la définition de standards communs en vue d'améliorer la sécurité, la qualité et l'efficacité des activités de *post* marché. Ces standards ont vocation à développer et à préciser pour les pays membres de l'Union européenne les recommandations formulées par le rapport CPSS IOSCO « Recommandation pour les systèmes de règlement-livraison de titres » publié en novembre 2001.

Le groupe de travail s'est d'abord orienté vers une approche purement fonctionnelle au terme de laquelle toute entité, quel que soit son statut, exerçant des fonctions similaires devait être soumise à la même réglementation, tout en considérant que les *Central Securities Depositories* (CSD) tels Euroclear France, les *International Central Securities Depositories* (ICSD), tels Euroclear ou Clearstream et les teneurs de compte-conservateurs (banques agents/teneurs de compte-conservateurs) remplissaient des rôles largement similaires.

Ces travaux ont donné lieu à un premier document soumis à consultation durant l'été 2003.

Outre une introduction présentant l'objet des réflexions engagées et les replaçant dans le contexte des différentes initiatives en cours au niveau européen, ce document comporte une série de 19 standards.

Les standards 6 (*Central Securities Depositories*) et 9 (*Risk controls in systemically important systems*) ont inspiré les réactions les plus nombreuses. En effet, ils cristallisent le débat sur les différentes approches possibles en termes de régulation. D'une part, une approche fonctionnelle qui préconise de réguler l'ensemble des acteurs en fonction de leurs seules

activités et non de leur statut, afin de garantir que tous soient sur un pied d'égalité et de stimuler la concurrence. Au contraire, une autre approche qui met en valeur les spécificités institutionnelles, et notamment le caractère de « service public » des dépositaires centraux.

Les réponses à la consultation ont notamment fait apparaître une forte opposition de la communauté bancaire à l'assimilation des teneurs de compte-conservateurs aux ICSD¹⁴ dans la gestion et le contrôle des risques, Euroclear et Clearstream trouvant en revanche une cohérence à cette approche. Le champ d'activité possible d'un dépositaire central (CSD) a également suscité des vues divergentes entre les partisans de dépositaires centraux (CSD) exerçant un rôle essentiel d'infrastructure devant rester distincte d'activités bancaires porteuses de risques et ceux considérant qu'un (I)CSD doit pouvoir lui-même faire du crédit ou se porter contrepartie dans des opérations de prêt-emprunt de titres pour faciliter le dénouement des opérations.

Lors de cette même consultation, le *Banking Supervision Committee* a souligné que les superviseurs prudeniels disposaient, avec Bâle II et notamment son Pilier II, d'un dispositif leur permettant de prendre les mesures qui pourraient s'avérer nécessaires pour faire face aux risques afférents à l'activité des teneurs de compte-conservateurs les plus importants dont la défaillance serait susceptible d'être porteuse d'un risque systémique pour l'ensemble du système de règlement-livraison.

La réflexion du groupe de travail devrait aboutir en 2004, avec en toile de fond la communication de la Commission européenne publiée le 28 avril 2004 sur le sujet des activités de *post* marché qui propose une directive reprenant les principales dispositions des travaux CESR/SEBC.

3 Les contributions au Rapport Lamfalussy

Sur un plan plus structurel, l'Autorité des marchés financiers a souhaité promouvoir le rôle du CESR et renforcer l'intégration des régulateurs européens. À ce titre, elle a porté un intérêt particulier au rapport produit par le groupe inter-institutionnel de suivi du processus Lamfalussy et en a soutenu les conclusions. En particulier, l'AMF a insisté pour que le niveau 2, à savoir les mesures de comitologie, permette une harmonisation aussi grande que possible de la réglementation des États membres, le niveau 3 ayant pour finalité de préciser les modalités de mise en œuvre de la règle en vue de l'application au niveau national des législations de niveaux 1 et 2.

La fin du plan d'action devrait également conduire à structurer la réflexion sur ce point notamment pour ce qui concerne la coordination des transpositions des directives et la convergence des pratiques.

Des réflexions plus stratégiques sur ces sujets ont été amorcées lors de la réunion de Dublin en décembre. Un séminaire des Présidents s'est tenu début 2004 et une « *task force* » a été constituée, chargée de faire rapport sur le développement du CESR.

¹⁴ Sont visés ici les deux systèmes internationaux de règlement-livraison : Euroclear et Clearstream.

Compte tenu des mérites qui lui ont été reconnus, le processus Lamfalussy a été étendu aux secteurs de la banque et des assurances.

B

Les sous-groupes permanents : Review-Panel, CESR-Pol et CESR-Fin

1

Review Panel (Panel d'exécution)

Le *Review Panel* est un groupe permanent qui a vocation à assurer une transposition harmonisée des standards du CESR et, au-delà, des mesures de niveau 2. Ce groupe est présidé par le vice-président du CESR, M. Kaarlo Jännäri, président de l'autorité finlandaise.

Les services de la COB et du CMF ont participé aux premiers travaux du CESR concernant la transposition des standards relatifs aux règles de conduite et aux systèmes de négociations alternatifs. Ces travaux préfigurent le rôle important que le CESR devra jouer en matière d'harmonisation des réglementations et des pratiques nationales nécessaires à la réalisation d'un marché unique des services financiers. Ces premiers travaux ont conduit chaque membre du CESR à indiquer le degré de conformité des réglementations nationales avec les standards du CESR. Ces travaux, publiés début mars 2004, ne vont pas au-delà d'un simple exercice d'auto-évaluation. Au demeurant, le CESR entend développer un véritable processus d'évaluation des transpositions des règles nationales.

2

CESR-Pol

Ce groupe de travail, créé en 1999 à la suite de la signature, sous l'égide du *Forum of European Securities Commissions* (FESCO), d'un accord multilatéral de coopération et d'échange d'informations, réunit les responsables des services d'inspection et de surveillance des marchés des 17 Commissions membres du CESR. Le chef du service de l'inspection de la COB, devenu directeur des enquêtes et de la surveillance des marchés de l'AMF, participe, depuis sa création, aux travaux de CESR-Pol.

En vue de leur prochaine adhésion à l'Union européenne, CESR-Pol a accueilli dès janvier 2003 les représentants des Commissions de huit pays candidats, avec un statut d'observateur, lors de ses réunions.

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

Ce groupe identifie également les questions de fond qui se posent dans son domaine de compétence et rapporte les résultats de ses travaux au CESR dans son ensemble, afin que des propositions concrètes soient transmises à la Commission européenne.

Ainsi, au cours de l'année 2003, CESR-Pol a développé et finalisé une procédure standard pour faciliter les échanges d'informations entre membres dans le cadre de l'accord multilatéral du CESR, et, devrait prochainement finaliser une proposition de recommandation (« *Best Practices Guidelines* ») pour la mise en œuvre d'auditions/prises de déposition conjointes dans le cadre d'enquêtes transfrontières.

Sur la question de la surveillance internet, les membres qui ont déjà développé leur propre système ont partagé leurs expériences et CESR-Pol a proposé la mise en place d'un réseau de responsables de surveillance internet, avec un objectif opérationnel.

Enfin, le groupe a poursuivi ses travaux visant à apporter une réponse collective aux problèmes de coopération internationale et d'échange d'informations qu'ont pu rencontrer les membres du groupe dans leurs relations avec certains pays tiers.

En 2004, il est prévu que le groupe se consacre particulièrement à la mise en œuvre de la directive Abus de marché, en s'attachant en particulier à définir et proposer des mesures dites de niveau 3 dans le cadre du processus Lamfalussy.

3

CESR-Fin

CESR-Fin, créé en 2001, est un comité permanent du CESR dont le rôle principal qui se situe dans le domaine de l'information financière est de suivre et de coordonner l'activité de ses deux sous-comités : SISE (*Subcommittee on International Standards Endorsement*) chargé de l'approbation des normes comptables internationales et SCE (*Sub Committee on Enforcement*), chargé de la vérification de leur correcte application.

3/a

SISE

La tâche essentielle du SISE est de participer activement aux discussions liées à l'adoption des normes comptables publiées par l'IASB¹⁵, le régulateur comptable international. Le sous-comité suit, à cette fin, au niveau européen, les discussions préparatoires à l'élaboration et l'approbation des normes au sein du Comité de la réglementation comptable (ARC¹⁶), de l'EFRAG¹⁷, de l'IFRIC¹⁸ et du SAC¹⁹ grâce à son statut d'observateur au sein de chacun de ces comités. Le mécanisme européen d'adoption des normes comptables internationales peut être schématisé comme suit.

¹⁵ Il s'agit des normes IAS (*International Accounting Standards*) devenues normes IFRS (*International Financial Reporting Standards*) ainsi que des interprétations SIC (*Standing Interpretations Committee*) devenues interprétations IFRIC (*International Financial Reporting Interpretation Committee*).

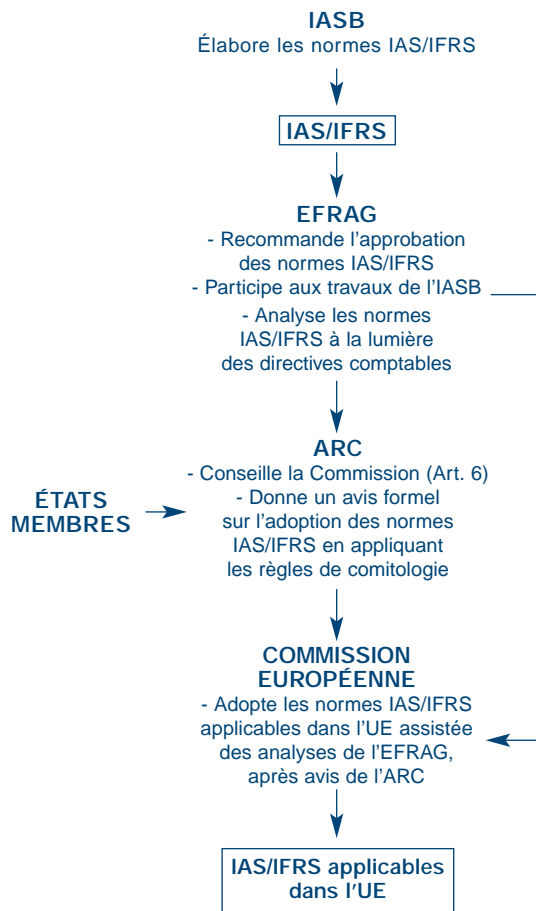
¹⁶ *Accounting Regulatory Committee*, l'ARC est le niveau politique dans le mécanisme européen d'adoption des normes comptables internationales.

¹⁷ *European Financial Reporting Advisory Group*, l'EFRAG constitue le niveau technique dans le mécanisme européen d'adoption des normes comptables internationales.

¹⁸ *International Financial Reporting Interpretation Committee*, comité chargé d'interpréter les normes de l'IASB.

¹⁹ *Standards Advisory Council*, véritable forum permettant une participation très large au processus d'élaboration des normes IAS/IFRS.

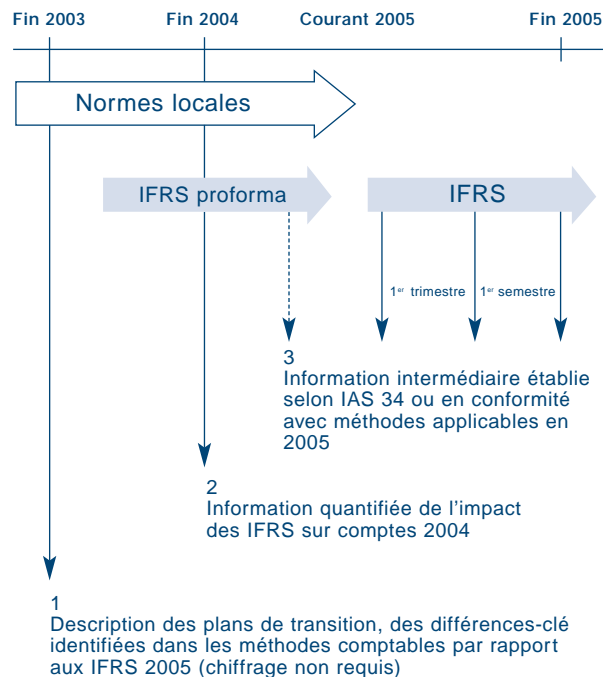
Le mécanisme d'approbation des normes IAS/IFRS



Les travaux menés au niveau de la Commission européenne (dont notamment le règlement dit « IAS »²⁰, la modernisation des directives²¹ et le projet de directive transparence) ont été suivis attentivement grâce à la présence aux côtés des régulateurs, en tant qu'observateur, d'un représentant de la Commission européenne.

Une attention toute particulière a été apportée par le sous-comité en 2003 à la préparation de la phase de transition marquant le passage des normes comptables nationales aux normes comptables internationales avec le souci d'une application stricte et rigoureuse des textes, mais aussi en faisant preuve d'un certain pragmatisme lié à la stabilisation tardive du corps de normes IAS/IFRS applicable en 2005 (fin 2003 et à la fin du premier trimestre 2004), c'est-à-dire dès 2004 à des fins de comparabilité. Après plus d'un an de préparation, le sous-comité a publié en octobre 2003 son projet de texte puis le 30 décembre 2003 la version définitive de ses recommandations²². Il revient à chacun des membres du CESR d'adopter la démarche qu'il jugera appropriée pour diffuser ces recommandations sur son territoire national. Les principales recommandations sont résumées dans le schéma suivant.

Informations complémentaires recommandées par CESR-FIN



En 2004, l'attention du SISE sera particulièrement tournée vers la finalisation et l'approbation des normes IAS32 et IAS39 relatives aux instruments financiers mais aussi d'autres normes à venir telles que les regroupements d'entreprises et les contrats d'assurance. L'approbation des normes récentes importantes telles que IFRS1 sur l'adoption du référentiel international, IFRS2 relative aux paiements en actions et assimilés et la série des améliorations apportées aux normes IAS (*Improvements*) sera également examinée.

Le SISE travaillera également sur l'application des normes IFRS aux entreprises d'investissement et aux entités non cotées qui ont l'intention d'inscrire leurs titres sur un marché réglementé.

Enfin, le sous-comité devrait examiner certaines questions pratiques liées à la présentation d'information financière historique comprise dans les prospectus.

3/b
SCE

Afin de contribuer au développement et à la mise en place d'une approche commune de la vérification de la correcte application des normes en matière²³ d'information financière en Europe, le sous-comité SCE a émis sa norme n° 1 en avril 2003. Ce document contient 21 principes généraux visant à établir un cadre harmonisé et des normes de haute qualité de revue par les régulateurs européens des comptes établis conformément aux IFRS²⁴. Il convient de préciser que les méthodes de travail des services de l'AMF sont d'ores et déjà très largement conformes aux principes proposés.

À partir de ses travaux initiaux, le SCE a publié le 7 octobre 2003 un second projet de norme sur la vérification de la correcte application des normes

²⁰ Règlement n° 1606/2002.

²¹ La directive de modernisation des directives comptables a été adoptée le 6 mai 2003 (voir ci-après).

²² Le texte complet des recommandations pour la transition aux IFRS est disponible sur le site de CESR à l'adresse suivante : www.cesr-eu.org

²³ *Financial Information : Enforcement of Standards on Financial Information in Europe.*

²⁴ Le document peut être obtenu sur le site de CESR (voir adresse ci-avant).

en matière d'information financière (*enforcement*) qui propose des mécanismes conçus pour établir une coordination appropriée des pratiques en la matière en Europe. Les principaux éléments de cette proposition sont les suivants :

- les décisions des régulateurs seraient évoquées avec des tiers qui ne sont pas des régulateurs au sein d'un comité des organismes nationaux européens chargés de vérifier la correcte application des normes²⁵ qui serait créé à cette fin ;
- les décisions des régulateurs devraient être prises en tenant compte des décisions déjà prises au niveau national par les organismes nationaux européens chargés de vérifier la correcte application des normes ;
- ces décisions devraient être consignées au sein d'un outil pratique prenant la forme d'une base de données.

La priorité du SCE en 2004 est de finaliser les mécanismes prévus de coordination des décisions en matière de vérification de la correcte application des normes en matière d'information financière.

En outre, le sous comité prévoit de développer d'autres textes relatifs à l'application des pouvoirs d'investigation et de demandes de correction en s'appuyant notamment sur les dispositions du projet de directive transparence ainsi que sur la directive prospectus.

3/c

Les autres activités de CESR-Fin en 2003

CESR-Fin est également chargé de traiter les sujets entrant dans son champ mais qui ne sont pas attribués à ses deux sous-comités, SISE et SCE. En particulier, CESR-Fin a été mandaté pour formuler des commentaires sur la restructuration envisagée de l'EFRAG²⁶ et de l'IASCF²⁷. En effet, le suivi de la réorganisation de ces deux organismes est essentiel pour obtenir une conception appropriée des normes comptables et une approbation efficace de celles-ci en Europe.

Enfin, CESR-Fin s'intéresse de près aux développements européens en matière d'audit et, notamment, ceux concernant les normes d'audit, dont l'indépendance des auditeurs et les systèmes de contrôle qualité. Ces éléments seront examinés plus particulièrement en 2004 à travers la modernisation de la 8^{ème} directive entreprise actuellement par la Commission européenne²⁸.

3 L'HARMONISATION COMPTABLE EUROPÉENNE ET INTERNATIONALE

En 2003, les travaux d'harmonisation comptable européens ont connu des avancées notables avec l'adoption du règlement européen sur les normes IAS/IFRS et la modernisation des directives comptables. Les interactions très fortes entre ce règlement, les directives (qui doivent être compatibles avec les normes IAS/IFRS) et le droit

comptable des Etats membres ont nécessité des explications complémentaires de la part de la Commission européenne. La Commission a également défini 10 priorités relatives au contrôle légal des comptes visant à améliorer les contrôles et protéger les investisseurs. L'objectif étant d'arriver à un corps de règles applicables dans l'Union européenne. Enfin, le régulateur comptable international, l'IASB, a publié de nouvelles normes IAS/IFRS et engagé un certain nombre de travaux sur les futures normes.

A La concrétisation des travaux d'harmonisation des règles comptables internationales et du contrôle des comptes

1 Le règlement européen sur l'application des normes comptables internationales

Le Comité de réglementation comptable européen (ARC) a approuvé le 16 juillet 2003 à l'unanimité la proposition de règlement de la Commission européenne visant à adopter, pour utilisation obligatoire à compter du 1^{er} janvier 2005, l'ensemble des normes IAS/IFRS existant au 14 septembre 2002 à l'exclusion des normes 32 et 39 relatives aux instruments financiers et des interprétations y afférentes (SIC 5, 16 et 17)²⁹.

Cette décision fait suite aux conclusions des ministres des finances des pays de l'Union lors de leur sommet du 15 juillet à Bruxelles. Outre la confirmation de la stratégie européenne en faveur de l'application de normes comptables internationales, les conclusions du Conseil encouragent notamment la Commission européenne à :

- trouver les moyens nécessaires pour améliorer le rôle et le processus de travail de l'EFRAG afin de s'assurer de la prise en compte des préoccupations européennes ;
- faire en sorte que l'IASB révise sa structure actuelle afin de s'assurer que toutes les parties concernées auront pleinement l'occasion de participer à l'élaboration des normes et que celles-ci prendront en compte leur impact économique.

La décision du Comité de réglementation comptable a été publiée au Journal officiel de l'Union européenne sous la forme du règlement CE n° 1725/2003 de la Commission européenne portant adoption de certaines normes comptables internationales, avec en annexe à celui-ci, la liste et le texte intégral desdites normes et interprétations traduites dans toutes les langues de la Communauté.

2 La modernisation des directives comptables

Le 6 mai 2003, la Commission européenne a adopté la directive modifiant les directives comptables de l'Union européenne³⁰.

²⁵ European Enforcers Coordination Sessions.

²⁶ L'organe de gouvernance de l'EFRAG a émis fin 2003 un appel à commentaires intitulé *Proposals for the Enhancement of the Role and Working Process of EFRAG*.

²⁷ *International Accounting Standards Committee Foundation*, fondation de l'IASB comprenant notamment l'organe de gouvernance du normalisateur comptable international. Un appel à commentaires intitulé *Identifying issues for the IASB Foundation constitution review* a été publié en novembre 2003.

²⁸ Voir *infra*, page 51.

²⁹ Bulletin mensuel COB, n° 383 d'octobre 2003, p. 176.

³⁰ Le texte intégral des directives comptables modifiées est disponible à l'adresse suivante : http://europa.eu.int/comm/internal_market/accounting/officialdocs_fr.htm#directives

Le règlement sur l'application des normes comptables internationales prévoit que toutes les sociétés européennes cotées sur un marché réglementé seront tenues d'élaborer à partir de 2005 leurs comptes consolidés sur la base des normes comptables internationales adoptées³¹. Les États membres peuvent, sur option, étendre cette obligation aux sociétés non cotées et aux comptes sociaux annuels. Lorsque les normes IAS/IFRS ne sont pas appliquées, les dispositions détaillées des quatrième et septième directives comptables, telles que modifiées par la nouvelle directive de modernisation, continueront à servir de base aux exigences comptables de l'Union européenne.

Les modifications apportées aux directives comptables permettent d'éliminer toute discordance avec les normes comptables internationales. Elles permettent notamment une comptabilité appropriée des entités *ad hoc* en supprimant la nécessité, pour consolider de telles entités, de détenir un lien en capital avec celles-ci. Il sera ainsi plus difficile pour une société de dissimuler des engagements en créant des structures artificielles qu'elle contrôle en réalité mais qui, si l'on considère uniquement leur actionnariat, semblent n'avoir pratiquement aucun lien avec la société mère.

En raison de la relation étroite existant, dans certains États membres, entre les comptes annuels et la fiscalité, il importe que chaque État se rapproche des normes IAS/IFRS au rythme qui lui convient. C'est la raison pour laquelle la plupart des modifications apportées aux directives comptables se présentent sous la forme d'options offertes aux États membres afin de permettre un alignement graduel des exigences comptables nationales sur les normes IAS/IFRS.

Les modifications proposées indiquent en outre clairement que, dans le rapport de gestion, l'analyse des risques et des incertitudes auxquels la société doit faire face ne doit pas être limitée aux aspects financiers de l'activité de l'entreprise. L'objectif est d'encourager la publicité, le cas échéant, des aspects sociaux et environnementaux.

Les modifications proposées vont enfin dans le sens d'une présentation harmonisée des rapports du vérificateur légal des comptes, en précisant le contenu obligatoire de ces rapports, qui visent à donner l'assurance que les comptes sont fiables. Les nouvelles exigences sont compatibles avec celles des normes d'audit internationales³².

3 La communication de la Commission européenne de novembre 2003

Certaines articulations entre le règlement IAS, les directives comptables européennes et le droit comptable national n'apparaissant pas clairement, les États membres ont demandé à la Commission européenne de commenter les questions pour lesquelles des clarifications apparaissent nécessaires.

Ces questions ont été retenues compte tenu des débats du Comité de réglementation comptable et du Comité de contact³³ et les positions de la Commission ont été publiées en novembre 2003 dans un document intitulé

« Observations concernant certains articles du règlement (CE) n° 606/2002 du Parlement européen et du Conseil, du 19 juillet 2002, sur l'application des normes comptables internationales ainsi que la quatrième directive (78/660/CEE)³⁴ du Conseil, du 25 juillet 1978, et la septième directive (83/349/CEE)³⁵ du Conseil, du 13 juin 1983, sur la comptabilité »³⁶.

Les principaux points abordés sont repris ci-après.

3/a

Les normes IAS non encore approuvées et les normes IAS rejetées par l'Union européenne

Lorsqu'il s'applique, le règlement IAS impose l'établissement des comptes conformément aux normes IAS/IFRS approuvées, c'est-à-dire aux normes IAS/IFRS adoptées par l'Union européenne. En conséquence, lorsqu'une norme n'a pas été approuvée, les sociétés établissant leurs comptes conformément au règlement IAS ne sont pas tenues ou, dans certains cas, pas autorisées à l'appliquer.

Dans la mesure où elle n'est pas incompatible avec les normes adoptées, une norme qui n'a pas encore été approuvée par l'Union européenne ou qui a été rejetée par celle-ci peut être utilisée à titre d'orientation.

En revanche, si elle contredit une norme qui a été approuvée, s'il s'agit par exemple, d'une norme modifiée, une norme rejetée ne peut pas être utilisée. Les sociétés doivent alors continuer à se conformer pleinement à la norme avalisée par l'Union européenne.

3/b

Note relative aux méthodes comptables suivies

L'obligation légale prévue dans le règlement IAS concerne les comptes qui doivent être établis conformément aux normes IAS/IFRS adoptées, c'est-à-dire avalisées par l'Union européenne. Aussi, les entreprises doivent-elles le préciser clairement dans la note sur les méthodes comptables suivies.

À la suite du changement de nom des normes IAS, devenues normes IFRS après la restructuration de l'IASB en 2001, cette note devrait faire référence aux états financiers établis « conformément aux normes IFRS adoptées en vue de leur application dans l'Union européenne ». Toutefois, si aucune norme n'a été rejetée et que toutes les normes émises par l'IASB ont été approuvées, il ne serait pas nécessaire de préciser « adoptées en vue de leur application dans l'Union européenne » et il suffirait d'indiquer « conformément aux normes IFRS ».

3/c

Statut du Cadre conceptuel de l'IASB, des annexes aux normes IAS et des guides d'application des normes IAS

Selon la norme IAS 1³⁷, l'application des normes comptables internationales et des interprétations correspondantes, accompagnée de la présentation d'informations supplémentaires si nécessaire, est réputée conduire à des états financiers donnant une image fidèle. La norme IAS 1 dispose, en outre, que les états financiers ne doivent pas être décrits comme se conformant aux normes comptables internationales s'ils ne se conforment pas à toutes les dispositions applicables de chaque norme et de chaque interprétation.

31 Le texte intégral de ce règlement est repris dans le bulletin mensuel COB, n° 383 d'octobre 2003, pages 190 et suivantes.

32 Il s'agit des ISA *International Standards on Auditing* publiées par le *International Auditing and Assurance Standards Board*.

33 Le Comité de contact a été institué conformément à l'article 52 de la quatrième directive du Conseil et est plus particulièrement chargé d'examiner les directives comptables.

34 Il s'agit de la directive portant sur l'établissement des comptes sociaux.

35 Il s'agit de la directive portant sur l'établissement des comptes consolidés.

36 Document disponible à l'adresse suivante : http://europa.eu.int/comm/internal_market/accounting/docs/ias/200311-comments/ias-200311-comments_fr.pdf

37 La norme IAS1 traite de la présentation des états financiers et date de 1997. Elle a été révisée en décembre 2003 dans le cadre des améliorations postérieurement à la communication de la Commission européenne. Néanmoins, la philosophie de cette partie de la norme reste essentiellement la même.

Les normes IAS/IFRS fixent des règles en matière de comptabilisation, d'évaluation, de présentation et d'information à fournir applicables aux transactions et aux événements importants. Celles-ci sont fondées sur le Cadre conceptuel pour la préparation et la présentation des états financiers (ci-après « le Cadre »), qui explicite les concepts à la base des informations présentées dans les états financiers. L'objectif du Cadre est de faciliter une élaboration cohérente et logique des normes IAS/IFRS.

Toutefois, le Cadre lui-même ne constitue pas une norme comptable internationale ni une interprétation et, partant, ne doit pas être inscrit dans le droit communautaire. Il offre néanmoins une base d'appréciation dans le cas où il n'existe pas de norme ni d'interprétation spécifiquement applicable à un élément des états financiers. En ce cas, les normes IAS/IFRS imposent à la société d'exercer son jugement afin d'élaborer et d'appliquer une méthode comptable aboutissant à la présentation d'informations pertinentes et fiables. Aux fins de ce jugement, la société est tenue de prendre notamment en considération les définitions ainsi que les critères de comptabilisation et d'évaluation énoncés dans le Cadre.

De la même manière, lorsqu'une norme IAS/IFRS ou une interprétation s'applique à un élément des états financiers, la société doit sélectionner la méthode comptable à appliquer à cet élément en tenant compte de l'éventuelle annexe à la norme, même si elle n'en fait pas proprement partie et n'a pas été publiée au JOUE, telle que le guide d'application de la norme ou le fondement des positions des membres de l'IASB³⁸.

Étant donné son importance potentielle, le Cadre de l'IASB a été joint en annexe à la communication de la Commission européenne.

3/d

Définition des « comptes consolidés »

S'appliquant uniquement aux comptes consolidés, les dispositions du règlement IAS ne prennent effet que lorsque des comptes consolidés sont par ailleurs exigés. La question de savoir si une société doit ou non établir des comptes consolidés continuera d'être tranchée par référence au droit national transposant la septième directive.

Obligation générale

Sous réserve de certaines exemptions (voir ci-après), la septième directive énonce les circonstances dans lesquelles une société est tenue d'établir des comptes consolidés. Lorsque les circonstances, telles que transposées en droit national, exigent l'établissement de comptes consolidés, les obligations prévues dans le règlement IAS s'appliquent également à ces comptes consolidés.

Exemptions de l'obligation d'établir des comptes consolidés

Les exemptions de l'obligation générale d'établir des comptes consolidés sont énoncées dans la septième directive, y compris l'exemption fondée sur le seul critère de la taille. Lorsqu'une société n'est pas tenue d'établir des comptes consolidés du fait d'une exemption prévue dans les dispositions de droit national découlant des directives comptables, les exigences du règlement IAS relatives aux comptes consolidés

ne s'appliquent pas, puisqu'il n'y a pas de « comptes consolidés » auxquels elles pourraient s'appliquer.

Exclusions du périmètre de consolidation

Certaines exclusions du périmètre de consolidation sont prévues par la septième directive. Comme on l'a précédemment noté, c'est le droit national dérivé des directives comptables qui indique si des comptes consolidés doivent, ou non, être établis.

Dans l'affirmative, ce sont toutefois les normes IAS/IFRS adoptées qui dictent le périmètre de consolidation et, partant, déterminent quelles entités doivent être incluses dans les comptes consolidés et comment elles doivent l'être. Par conséquent, les exclusions du périmètre de consolidation découlant des directives comptables ne sont pas pertinentes, dès lors que les comptes consolidés sont établis conformément aux normes IAS/IFRS adoptées.

3/e

Élaboration, par les États membres, de dispositions en matière d'informations à fournir allant au-delà des normes IAS/IFRS

La mise en œuvre d'un cadre unique d'information financière, qui est un des objectifs du règlement IAS, et selon lequel tous les comptes concernés sont directement comparables, produira tous ses avantages si les États membres ne réclament pas la publication, dans les comptes annuels ou consolidés établis conformément aux normes IAS/IFRS adoptées en vertu dudit règlement IAS, d'informations qualitatives ou quantitatives non pertinentes ou d'informations pour lesquelles une publication distincte serait plus appropriée.

Les exigences supplémentaires de publicité inscrites dans le droit national – qu'elles découlent des directives comptables ou résultent d'une initiative des États membres eux-mêmes – pourront néanmoins continuer à s'appliquer sous réserve d'être pertinentes et de ne pas relever du champ d'application des IAS adoptées.

Ainsi, les autorités de contrôle ou les régulateurs des marchés de valeurs mobilières, notamment, pourront toujours exiger la publication d'informations supplémentaires :

- qui doivent être fournies en dehors des comptes annuels (ou consolidés) auxquels s'applique le règlement IAS, par exemple, dans le rapport gestion ou dans un document distinct joint aux états financiers ; ou
- qui doivent être fournies dans les notes annexes aux comptes annuels (ou consolidés) auxquels s'applique le règlement IAS, lorsque le sujet couvert est perçu comme hautement important pour ces comptes (par exemple, certaines informations relatives au gouvernement d'entreprise, telle que la rémunération individuelle des dirigeants), sans pour autant relever du champ d'application des IAS, parce que non nécessaire à la présentation de l'image fidèle exigée par ces normes.

4

Le contrôle légal des comptes

La Commission européenne a proposé, le 21 mai 2003, dix priorités relatives au contrôle légal des comptes dans l'ensemble de l'Union européenne dans un communiqué intitulé « *Audit des comptes des sociétés : la Commission définit dix priorités visant à améliorer la qualité des contrôles et à protéger les investisseurs* »³⁹. L'objectif est que les investisseurs

³⁸ Basis for conclusions.

³⁹ Document disponible à l'adresse suivante : http://europa.eu.int/comm/internal_market/fr/company/audit/index.htm

puissent se fier à l'exactitude des comptes audités, de prévenir les conflits d'intérêts des contrôleurs et d'accroître le degré de protection de l'UE contre des scandales de type Enron.

Le plan d'action de la Commission annonce des propositions de nouvelles réglementations communautaires qui modifieront radicalement la législation actuelle et qui étendront son champ d'application. Une fois adoptées, ces propositions fourniront, pour la première fois, un ensemble exhaustif de règles communautaires relatives aux modalités de conduite des audits et à l'infrastructure d'audit nécessaire pour garantir la qualité des contrôles.

Le plan d'action définit des priorités à court et à moyen termes.

4/a

Résumé des priorités à court terme

Moderniser la 8^{ème} directive sur le droit des sociétés

La Commission présentera une proposition visant à moderniser la 8^{ème} directive sur le droit des sociétés pour en faire une réglementation exhaustive qui définira les principes applicables à toutes les missions de contrôle légal des comptes effectuées dans l'UE. Ces principes concerneront le contrôle public, le contrôle de qualité externe, l'indépendance des auditeurs, le code d'éthique, les normes d'audit, les sanctions disciplinaires, la désignation et la révocation des contrôleurs légaux.

Renforcer l'infrastructure réglementaire de l'UE

La proposition de 8^{ème} directive actualisée prévoira également la création d'un comité de réglementation de l'audit. La Commission européenne adoptera, conformément à la procédure de comitologie, les mesures d'exécution des principes énoncés dans la directive. L'actuel Comité de l'audit, rebaptisé Comité consultatif de l'audit, composé de représentants des États membres et de la profession, poursuivra ses travaux en tant que comité consultatif.

Renforcer le contrôle public de la profession de l'audit

La Commission européenne et le Comité consultatif de l'audit analyseront les systèmes de contrôle public existants et élaboreront des exigences minimales en la matière. La Commission définira un mécanisme de coordination communautaire qui devra relier entre eux les systèmes nationaux de contrôle public en un réseau européen efficace.

Imposer l'application des normes internationales d'audit (ISA) pour le contrôle légal des comptes dans toute l'UE

La Commission européenne et le Comité consultatif de l'audit prépareront la mise en œuvre des ISA à partir de 2005. Ces travaux comprendront : une analyse des exigences communautaires et nationales en matière d'audit non couvertes par les ISA, la mise au point d'une procédure d'approbation, un rapport d'audit commun et des traductions de qualité. La Commission œuvrera à l'amélioration du processus de normalisation de l'IFAC, en veillant notamment à ce qu'il tienne pleinement compte de l'intérêt général. Sous réserve de progrès satisfaisants, la Commission proposera un instrument juridique contraignant prévoyant l'application des ISA à partir de 2005.

4/b

Résumé des priorités à moyen terme

Amélioration des sanctions disciplinaires

La Commission européenne et le Comité consultatif de l'audit évalueront les systèmes nationaux de sanctions

disciplinaires afin de déterminer une approche commune et institueront l'obligation pour les États membres de coopérer dans les affaires transfrontières.

Améliorer la transparence des sociétés d'audit et de leurs réseaux

La Commission européenne et le Comité consultatif de l'audit élaboreront des obligations de publicité à l'intention des sociétés d'audit couvrant, notamment, leurs relations avec leurs réseaux internationaux.

Gouvernement d'entreprise : renforcement des comités d'audit et du contrôle interne

La Commission européenne et le Comité consultatif de l'audit travailleront sur les points suivants : désignation, révocation et rémunération des contrôleurs légaux des comptes et communication entre le contrôleur légal des comptes et la société faisant l'objet de l'audit. La Commission et le Comité examineront également la situation en ce qui concerne la participation du contrôleur légal des comptes à l'évaluation des systèmes de contrôle interne.

Renforcer l'indépendance de l'auditeur et le code d'éthique

La Commission européenne étudiera l'incidence d'une attitude plus restrictive concernant les services autres que d'audit fournis aux clients par les sociétés d'audit. La Commission poursuivra le dialogue réglementaire entre l'Union européenne et les États-Unis sur l'indépendance des auditeurs en vue d'amener les États-Unis à reconnaître l'équivalence de l'approche communautaire. La Commission et le Comité consultatif de l'audit analyseront les codes d'éthique existants des États membres et le code de l'IFAC afin de déterminer les éventuelles actions appropriées.

Approfondissement du marché intérieur des services d'audit

La Commission européenne s'efforcera de faciliter l'établissement des sociétés d'audit en proposant de lever les restrictions prévues actuellement dans la 8^{ème} directive en matière de propriété et de gestion. Elle soustraira les services d'audit au champ d'application de sa proposition sur la reconnaissance des qualifications professionnelles par une modification de la 8^{ème} directive intégrant le principe de la reconnaissance mutuelle moyennant une épreuve d'aptitude. La Commission réalisera une étude sur la structure du marché de l'audit dans l'UE et sur l'accès à ce marché.

Examiner la responsabilité de l'auditeur

La Commission européenne analysera également l'impact économique des régimes de responsabilité de l'auditeur.

B

Les nouvelles normes IAS/IFRS publiées par l'IASB et les travaux à venir

Le normalisateur comptable international, l'IASB, a publié au cours de l'année 2003 et début 2004 un nombre important de normes définitives.

IFRS1 relative à l'adoption des normes IAS/IFRS

L'IASB a publié, le 19 juin 2003, sa première norme IFRS 1 « *First-time Adoption of International Financial Reporting Standards* » relative aux conséquences comptables de l'adoption des normes IAS/IFRS. Ce texte revêt une très grande importance pour les

émetteurs européens car il précise la façon dont devra s'opérer le changement de référentiel comptable.

Le compte à rebours y est défini puisque, pour une adoption des normes à compter des exercices ouverts au 1^{er} janvier 2005, IFRS1 impose la publication d'au minimum une année de chiffres comparatifs présentés en normes IAS/IFRS. En outre, pour les entreprises présentant trois exercices, le premier exercice présenté n'a pas à être retraité en normes IAS/IFRS mais il doit être indiqué de façon très claire qu'il s'agit d'une information présentée sous un autre référentiel comptable. D'où une date de transition d'un référentiel à l'autre fixée, en pratique, au plus tard au 1^{er} janvier 2004, date à laquelle devra être établi un « bilan de départ » retraité en IAS/IFRS.

IAS32 et 39 relatives aux instruments financiers

L'IASB a publié le 17 décembre 2003 deux normes essentielles relatives à la présentation, la comptabilisation et l'évaluation des instruments financiers. Ces textes font l'objet de vives controverses notamment de la part des établissements de crédits et des compagnies d'assurance en Europe.

Améliorations de différentes normes existantes

13 normes IAS préexistantes ont été modifiées à la marge et publiées le 18 décembre 2003.

IFRS2 sur les paiements en actions et assimilés

Mi-février 2004, l'IASB a publié sa seconde norme, IFRS2, relative aux paiements en actions et assimilés, qui impose la comptabilisation en charge de l'ensemble des rémunérations en actions ou calculées à partir du prix des actions, et ce, sur la base de leur juste valeur.

Travaux à venir

Certaines autres normes, dont l'application est prévue au 1^{er} janvier 2005, ont été publiées par l'IASB au cours du premier trimestre 2004 (voir tableau ci-après).

Pour pouvoir être applicables en Europe, tous ces textes devront au préalable franchir les différentes étapes du mécanisme européen d'adoption. L'EFRAG doit se prononcer sur les aspects purement techniques alors que l'ARC statue à un niveau politique.

D'importants développements sont également attendus après le premier trimestre 2004 (voir tableau ci-dessous).

	AU 31/03/04	APRÈS LE 31/03/04
TRAVAUX PRÉVUS		
Macro couverture – amendement de IAS39 limité	Norme publiée	
Risque financier et autres amendements		Projet de norme
Regroupements d'entreprises, phase I	Norme publiée	
Regroupements d'entreprises, phase II		Projet de norme
Exploration et évaluation des ressources minières		Norme publiée
Contrats d'assurance, phase I	Norme publiée	
Contrats d'assurance, phase II		Projet de norme
Concepts – revenus et passifs liés		Projet de norme
Consolidation (y compris entités <i>ad hoc</i>)		Projet de norme
Convergence :		
- avec le FASB ⁴⁰		
. Sortie d'actifs	Norme publiée	
. IAS37 sur les provisions		Projet de norme
- remplacement de IAS20 sur les subventions		Projet de norme

4 LA COOPÉRATION À L'ÉCHELLE INTERNATIONALE

A L'organisation internationale des commissions de valeurs (OICV)

1 La conférence annuelle de l'OICV

La conférence annuelle de Séoul du 14 au 17 octobre 2003, outre la publication de la première liste de signataires de l'accord multilatéral de coopération

(*Memorandum of understanding* - MOU), a permis à la conférence des Présidents d'adopter les standards sur la supervision et la surveillance des auditeurs. Ces standards avaient été adoptés par le Comité technique en 2002 en réponse aux questions posées par l'affaire Enron. Ils deviennent ainsi des principes de l'Organisation, devant en conséquence être appliqués par l'ensemble de ses membres. La conférence des Présidents a également adopté la méthodologie relative à la mise en œuvre des trente principes de l'OICV préparés par un groupe de travail du Comité exécutif.

À l'occasion de sa conférence annuelle, l'OICV a admis en tant que membres ordinaires :

- Le *Brunei International Financial Center*,
- La *National Bank and Securities Commission* du Honduras,
- La *Stocks and Commodities Authority* des Émirats Arabes Unis,
- La *Reserve Bank* du Malawi,

⁴⁰ Il s'agit du normalisateur comptable américain.

- La *Securities and Exchange Commission* de Mongolie,

et, en tant que membre associé, le *Labuan Offshore Financial Services Authority*.

Enfin, elle a admis sept nouveaux membres affiliés :

- Le *Cayman Islands Stock Exchange*,
- Le *Channel Island Stock Exchange*,
- Le *Bahamas International Securities Exchange*,
- L'*Association of Capital Markets Intermediaries Institutions of Turkey*,
- L'*Amman Stock Exchange*,
- Le *Malta Stock Exchange*,
- Le *Securities Depository Center of Jordan*.

Ces nouvelles admissions portent à 180 le nombre de membres de l'OICV.

1/a

La transposition des principes de l'OICV

L'adoption des « Principes et objectifs de la régulation financière »

Lors de sa conférence annuelle tenue à Nairobi en septembre 1998, l'OICV avait adopté un document intitulé « Objectifs et principes de régulation financière » (*Objectives and principles of Securities Regulation*), qui fixe trente principes destinés à établir et à maintenir de hautes exigences de qualité en matière de régulation financière.

Ces principes visent trois objectifs : protéger les investisseurs, garantir que les marchés soient équitables, efficaces et transparents, réduire les risques systémiques.

Ils se subdivisent en sept catégories de principes relatifs :

- au régulateur et aux autorités professionnelles (principes 1 à 7),
- au respect des lois et règlements et à la coopération en matière de régulation (principes 8 à 13),
- aux émetteurs (principes 14 à 16),
- aux organismes de placements collectifs (principes 17 à 20),
- aux intermédiaires de marché (principes 21 à 24),
- aux marchés secondaires (principes 25 à 29),
- au règlement-livraison et à la compensation (principe 30).

Un important travail d'évaluation de la mise en œuvre des principes OICV adoptés en 1998 a été entrepris à l'échelon des régulateurs membres de l'OICV dans leurs juridictions respectives. Les trois questionnaires principaux qu'ils ont renseignés constituent une source importante d'information sur les systèmes de régulation nationaux. Le questionnaire général (*High level questionnaire*) offre une vue d'ensemble de la transposition des trente principes de l'OICV, le questionnaire relatif au régulateur (*Regulator questionnaire*) permet d'évaluer le degré de transposition des principes spécifiquement applicables aux régulateurs, et le questionnaire relatif aux émetteurs (*Issuer questionnaire*) porte sur les principes qui leur sont directement applicables.

Créé en 1998 afin de mesurer la bonne transposition des principes OICV au sein des droits nationaux, le Comité d'application des principes OICV (*Implementation Committee*) est composé de vingt-cinq régulateurs représentant les principaux marchés développés et émergents. Ses travaux ont permis d'élaborer une méthodologie commune destinée à encadrer l'exercice d'auto-évaluation des membres

en vue de faciliter la mise en conformité des réglementations nationales avec les principes OICV. Les réponses aux questionnaires d'auto-évaluation sont ensuite transmises au secrétariat général de l'OICV qui organise leur relecture par les autres régulateurs regroupés en comités régionaux (*Peer reviews*).

Le Comité poursuit son travail d'encadrement de la transposition des principes OICV et développe une réflexion sur les *minima* requis pour évaluer le degré de mise en œuvre effective des principes.

L'évaluation de la transposition des principes OICV dans les droits nationaux

Le Comité d'application des principes OICV, auquel l'AMF participe, a finalisé ses travaux de rédaction de la Méthodologie pour l'évaluation de la transposition des objectifs et principes de l'OICV (*Methodology for assessing the implementation of the IOSCO Objectives and Principles*). Ce document a été adopté par le Comité des présidents de l'OICV lors de la conférence annuelle de Séoul.

Les institutions financières internationales (FMI et Banque mondiale) ont été largement associées à ce travail, et ont ainsi pu bénéficier de l'expertise de ce groupe en vue d'homogénéiser la grille d'analyse utilisée par leurs experts en charge des missions d'évaluation FSAP (*Financial Sector Assessment Programs*).

1/b

L'accord multilatéral de coopération et d'échange d'information (MOU - *Memorandum of Understanding*)

La Commission des opérations de bourse, puis l'Autorité des marchés financiers, sont membres depuis son origine du groupe chargé d'évaluer les commissions de valeurs mobilières qui demandent à devenir signataires de l'accord multilatéral d'échange d'informations.

Le texte final de cet accord avait été adopté lors de l'Assemblée générale de l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières qui s'est tenue à Istanbul en mai 2002.

Ce groupe de travail (intitulé en anglais « *Screening Group* ») est composé de 24 Commissions, dont six appartiennent au groupe dits des « pays émergents ».

Les Commissions désirant signer cet accord doivent formuler leur candidature en répondant préalablement à un questionnaire destiné à évaluer leur capacité juridique à remplir les conditions posées par l'accord quant à l'obtention et à l'échange d'informations avec leurs homologues étrangers.

Les activités de ce groupe de travail consistent principalement à étudier les réponses apportées aux questionnaires précités, à approfondir éventuellement certaines questions avec la Commission candidate, et, sur ces bases, à formuler une recommandation sur l'acceptation de cette Commission aux trois personnes qui, au sein de l'Organisation, ont été chargées de se prononcer sur ce point, c'est à dire les Présidents du Comité technique, du Comité exécutif et du Comité des pays émergents (sous réserve d'un recours, en cas de refus, devant le Comité exécutif).

La Commission des opérations de bourse a fait l'objet de cette évaluation et a été admise parmi les tous premiers signataires en octobre 2002.

25 Commissions ont, à ce jour, été admises en tant que signataires de l'accord multilatéral, les candidatures de plusieurs autres étant actuellement en cours d'examen.

L'ensemble des signataires compose un groupe spécial, intitulé « *Monitoring Group* », qui a une double fonction : d'une part réfléchir aux questions d'ordre général se posant dans le cadre de l'application de l'accord, d'autre part faire des recommandations aux trois Présidents au sujet d'initiatives à prendre à l'égard de signataires qui ne rempliraient pas leurs obligations dans le cadre de cet accord.

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

2 Les actions du Comité technique

Pour l'essentiel en 2003 le Comité technique a complété les travaux « *post Enron* » engagés en 2002 avec l'adoption de standards relatifs aux conflits d'intérêt chez les analystes travaillant au sein de prestataires de services d'investissement, et formulé les premiers principes relatifs aux agences de notation.

Les principes relatifs aux analystes financiers

Les principes visent essentiellement les analystes dits « *sell-side* » mais peuvent être étendus à l'ensemble de la profession.

Ce texte fait suite à une étude réalisée par un groupe de travail permanent de l'OICV sur les pratiques chez les différents membres du Comité technique.

Il se compose de 8 principes. Pour en assurer la mise en œuvre, le rapport de l'OICV présente une série de mesures dites « *Core measures* ». Il souligne que, nonobstant la différence des approches en vigueur dans les différents pays membres et dans le niveau de développement des marchés, ces mesures essentielles doivent être transposées dans l'appareil législatif et réglementaire de chaque membre.

Les mesures principales sont complétées par des « mesures d'application » qui peuvent être utilisées pour parfaire la mise en œuvre des principes.

Les principes peuvent être résumés de la manière suivante.

Le premier principe impose l'existence de mécanismes visant à empêcher que les intérêts financiers de l'analyste affaiblissent l'indépendance de ses recommandations. Ce principe impose notamment l'interdiction, pour un analyste autorisé à traiter pour compte propre, de faire exécuter des transactions contrairement au sens de ses recommandations et, plus encore, de faire ces opérations avant la publication d'une recherche. Il impose également la publicité des liens personnels de l'analyste ou de ses proches avec l'émetteur qu'il couvre et la publicité des intérêts financiers de l'analyste sur les sociétés qu'il couvre (ce qui s'applique également à ses positions en termes d'instruments financiers). Il faut noter que, dans ce dernier cas, les seuils au-delà desquels une déclaration s'impose n'ont pas été précisés.

Le deuxième principe porte sur l'indépendance de l'analyste au regard des intérêts de l'intermédiaire qui l'emploie. Ce principe doit notamment être transposé par :

- l'obligation pour l'intermédiaire de rendre public le fait qu'il est teneur de marché sur un titre couvert par ses analystes ;
- l'interdiction pour l'intermédiaire de traiter, en connaissance de cause, sur des instruments financiers relatifs à un émetteur si une analyse sur cet émetteur n'a pas encore fait l'objet d'une diffusion externe ;

- l'existence de procédures dites de murailles de Chine ;

- l'interdiction pour un analyste de participer, aux côtés de l'émetteur et de l'intermédiaire, aux réunions d'informations qu'ils organisent sur les opérations particulières (*road shows*).

Le troisième principe porte sur l'indépendance de l'analyste au sein de la structure qui l'emploie et sur l'établissement de sa rémunération. Il interdit en particulier à l'analyste de rapporter aux personnes en charge de la fonction de banque d'investissement, de leur faire pré-approuver ses rapports d'analyse, et il interdit que la rémunération de l'analyste soit liée à des opérations particulières.

Le quatrième principe porte sur l'existence d'un système comportant des procédures écrites visant à identifier, éliminer, gérer ou rendre publics les conflits d'intérêts.

Le cinquième principe vise à protéger l'analyste financier de pressions extérieures en particulier vis-à-vis des émetteurs qu'il couvre et pose l'interdiction pour un émetteur de diffuser des informations importantes à certains analystes en particulier.

Le sixième principe porte sur la présentation de l'analyse et notamment sur l'insertion des avertissements relatifs aux conflits d'intérêts.

Le septième principe reprend le thème consensuel de l'intégrité et de la compétence de l'analyste.

Enfin, le huitième principe rappelle l'importance de l'éducation des investisseurs.

Ces principes du Comité technique ont vocation à être approuvés par l'ensemble de l'organisation et à devenir ainsi des principes de l'OICV. Il est à noter que la réglementation française en la matière répond déjà très largement aux objectifs fixés et ne devra que marginalement être modifiée.

Ces principes devraient contribuer à enrichir la réflexion menée au sein de l'Union européenne, qui dispose ainsi d'une base commune, ses membres les plus importants en ce qui concerne les marchés financiers, le Royaume-Uni, l'Allemagne, l'Italie, la Hollande, l'Espagne et la France étant membres du Comité technique.

De manière concomitante, la Commission européenne a adopté la directive 2003/125⁴¹, mesure d'application de la directive abus de marché. Cette directive, rédigée sur la base d'un avis du CESR, définit des obligations en termes de présentation des analyses (clarté des éléments présentés, méthodologie, lisibilité des conclusions) et pose un certain nombre d'obligations relatives à la publicité d'éléments révélateurs de conflits d'intérêts potentiels. À ce titre, la directive précise la mise en œuvre les membres de l'Union européenne de certaines « *Core measures* », notamment en ce qui concerne l'indépendance de l'analyste vis-à-vis de son employeur, et de l'émetteur d'une part, de l'intermédiaire vis-à-vis de l'émetteur d'autre part (principes 2, 5 et 6).

Les principes de l'OICV viennent compléter cette directive, en dépassant le cadre de la lutte contre les abus de marché *stricto sensu*. L'OICV énonce un certain nombre de règles d'organisation et de déontologie qui pourront être utilement reprises dans le cadre de l'élaboration des réglementations européennes d'application de la future directive sur les services d'investissement en ce qui concerne la partie relative aux intermédiaires.

41
Voir supra,
Chapitre II
page 36.

Au plan européen, il faut également noter la publication du rapport dit du *Forum Group* sur les conflits d'intérêts et les analystes financiers. Ce rapport, rédigé à la demande de la Commission européenne par un groupe de professionnels et auquel ont contribué les services du CMF et de la CONSOB, recense cinq principes fondamentaux et élabore sur cette base 31 recommandations. Ce rapport, qui se veut une contribution au débat européen, souligne dans son préambule qu'il appartient à la Commission de prendre l'initiative de mesures législatives au niveau européen. Il apporte à cet égard une réflexion utile aux régulateurs européens dans le cadre de leur exercice de transposition des standards de l'OICV.

Dans l'ensemble, le rapport du *Forum Group* est assez proche des principes adoptés par les régulateurs de l'OICV. Les dispositions de l'OICV ne se retrouvent pas aussi précisément énoncées dans le rapport du *Forum Group*, l'objectif étant d'apporter une contribution des professionnels aux débats communautaires et d'analyser en détail les mécanismes et étudier en détails les questions posées par l'analyse financière.

Pour autant, ni le rapport de l'OICV ni le rapport du *Forum Group* ne vont assez loin pour répondre de manière concrète aux difficultés des établissements dont les activités sont transfrontières. Il appartient à la Commission européenne et aux régulateurs au sein du CESR de rechercher comment parvenir à une harmonisation à haut niveau sur ce sujet au sein de l'Union.

Les agences de notation

La réflexion sur les agences de notation procède du souhait des régulateurs de développer une réflexion commune sur des acteurs importants des marchés financiers. Elle répond également à la demande du Forum de la Stabilité Financière consécutive à la réunion du G7/G8 d'Evian placée sous la Présidence française. Par ailleurs, il est utile de rappeler que la SEC américaine, acteur majeur sur ce sujet, conduit une réflexion sur sa régulation des agences (publication d'un *concept release*).

Les travaux de l'OICV se sont déroulés en deux temps, le premier consistant à faire un état des lieux des approches des différents membres du Comité technique et le second à rédiger des principes généraux. Ce travail a été fait en étroite association avec les agences de notation qui ont été invitées à participer à une rencontre avec des experts de l'OICV. Il faut souligner à cet égard, l'intérêt sur un tel sujet d'améliorer la visibilité de l'OICV et d'engager la discussion à un niveau international avec des acteurs qui sont de fait internationaux.

Les résultats détaillés de ces travaux sont consignés dans un rapport.

À la différence des principes sur les analystes financiers, les principes sur les agences de notation ne conduisent pas l'OICV à présenter des mesures impératives devant être transposées dans l'arsenal juridique des membres de l'OICV. L'opportunité de favoriser l'autorégulation ou au contraire de prendre des mesures réglementaires est laissée à l'appréciation des membres du Comité technique.

Ceci s'explique pour plusieurs raisons :

- l'absence d'une réglementation et d'un contrôle propres aux agences dans un nombre important de pays dont la France (à tout le moins jusqu'à la loi de sécurité financière) ;

- la réflexion en cours États-Unis ;

- l'élaboration, par le Comité de Bâle, de critères de reconnaissance que les régulateurs prudents pourront utiliser pour sélectionner des agences dont les notations pourront être utilisées pour la fixation des exigences en capital des établissements bancaires.

Le document sur les principes indique, dans son introduction, que les régulateurs feront le point dans 18 mois sur les méthodes de mise en œuvre de ces principes et sur leur cohérence avec les autres travaux internationaux.

Les principes sur les agences comportent quatre grands chapitres relatifs à la qualité et à l'intégrité du processus de notation, au processus de diffusion des notations, aux conflits d'intérêts et à l'indépendance, enfin à l'information confidentielle.

Qualité et intégrité du processus :

Les principes soulignent l'importance des procédures assurant une bonne documentation de la notation sur la base de l'information disponible, de l'obligation de maintenir à jour les notations dans le cas d'informations nouvelles susceptibles de les modifier, et de la qualité de l'organisation de l'agence et de la compétence et l'intégrité de ses personnels.

Transparence et diffusion des notations :

Outre le rappel de l'importance d'une diffusion en temps utile, le point essentiel demeure l'obligation pour une agence de diffuser les notations au public, et non uniquement à d'éventuels abonnés, lorsque celles-ci sont en tout ou partie fondées sur de l'information non publique. Les membres de l'OICV ont ainsi voulu éviter de développer une trop grande asymétrie d'information, tout en préservant la possibilité pour des agences, notamment nouvelles, de se rémunérer sur la base de notations non sollicitées fournies à des abonnés.

Les principes de l'OICV n'imposent en revanche pas la même obligation en ce qui concerne le rapport accompagnant la notation.

Indépendance et conflits d'intérêts :

De manière assez attendue, ce chapitre rappelle la nécessité d'adopter des procédures internes visant à assurer la prévention des conflits d'intérêts, de veiller à ne pas développer avec des émetteurs notés des relations d'affaires susceptibles de conduire à des conflits d'intérêts, et de mettre en place une politique de rémunération qui favorise l'indépendance des collaborateurs.

Information non publique :

Ce chapitre touche aux sujets les plus sensibles : l'accès des agences à l'information non publique et l'usage qu'elles peuvent en faire. Les régulateurs de l'OICV reconnaissent que les agences de notation peuvent recevoir une information non publique sans que le rapport n'établisse un traitement particulier pour les informations dites sensibles ou privilégiées. Cet échange d'informations doit se faire dans le cadre d'un accord de confidentialité qui la protège. L'information ainsi obtenue peut être utilisée dans le processus de notation. Les régulateurs sont sensibles au fait que la qualité du travail des agences provient d'un échange d'informations important entre un émetteur et une agence qui ne se limite pas aux informations publiques.

Pour autant, ce chapitre n'aborde pas de front la question essentielle de la diffusion de l'information non publique sensible. La lecture des principes et la référence faite dans le rapport d'étude aux principes de l'OICV sur la diffusion d'informations sensibles laisse la responsabilité de la diffusion de cette information au seul émetteur. En revanche, le comportement devant être adopté par l'agence si l'émetteur ne souhaitait pas rendre publique une information sensible qu'il lui aurait cependant communiquée n'est pas traité directement. La manière dont l'agence doit combiner les deux obligations qui pèsent sur elle consistant à assurer si nécessaire une mise à jour de la notation mais à respecter l'accord de confidentialité passé avec l'émetteur, n'est pas non plus définie.

En 2004, l'OICV devrait continuer ses travaux sur les agences en développant les principes régissant le code de bonne conduite.

Ces deux séries de principes adoptés par l'OICV manifestent de manière claire, et en particulier en ce qui concerne les analystes financiers, la volonté des régulateurs de se prononcer sans équivoque sur les pratiques répréhensibles et les bonnes pratiques. Le régulateur français devra s'attacher à les promouvoir dans le cadre des discussions au sein de l'Union européenne.

Autres travaux de l'OICV

Il convient également de noter la publication des rapports relatifs au suivi des risques des opérateurs, à la responsabilité des OPCVM en tant qu'actionnaires et à la synthèse du questionnaire relatif aux travaux sur les frais en matière de gestion collective, ainsi que la publication du rapport de la *Task Force* sur internet.

La réforme de l'IFAC

L'IFAC (Fédération internationale des auditeurs) avait entamé une réflexion au début de l'année 2003, visant à moderniser ses structures, sa gouvernance et ses méthodes de travail. Le Forum de la stabilité financière réuni en mars avait encouragé cette réforme en soulignant la nécessité de créer un comité indépendant, représentatif, agissant dans l'intérêt du public afin de superviser l'action de l'IASB. La réforme a été conduite par l'IFAC en collaboration avec un « *monitoring group* » composé de l'OICV, du Comité de Bâle, de l'Organisation internationale des superviseurs en assurance, de la Banque mondiale et de la Commission européenne.

Le point majeur de la réforme qui est contenu dans ce rapport est la création du PIOB, *Public Interest Oversight Board*, composé de personnes en charge de représenter l'intérêt public. Ce comité va jouer un rôle de supervision sur l'ensemble des comités de l'IFAC relatif à l'audit, approuvant leurs termes de référence et étant en mesure de demander la démission de leur Président. Plus fondamentalement, le PIOB supervisera les procédures suivies par l'IFAC dans l'élaboration de ses standards.

Le PIOB sera composé de 10 membres nommé par différents organismes de régulation : 4 par l'OICV dont le Président, 2 par la Commission européenne, 1 par la Banque Mondiale, 1 par le Comité de Bâle et 1 par l'IAIS (*International Association of Insurance Supervisors*) et enfin un dernier présenté par l'IFAC et représentant les auditeurs. Le Président de la COB a été désigné par l'OICV pour mener à bien

le processus de sélection des membres de l'OICV. Le président de l'AMF poursuit cette mission.

3 La participation de la COB et du CMF aux instances de l'OICV

Les services de la COB et du CMF ont participé activement aux travaux du Comité technique de l'OICV. La COB a longtemps présidé le *Standing Committee 4* rassemblant les chefs des services de l'inspection et à ce titre a mis en place le processus d'évaluation des candidats au MOU. L'AMF préside maintenant le *Standing Committee 5* en charge des questions relatives à la gestion d'actifs. Par ailleurs, le Président de la COB a été membre du groupe spécial des Présidents chargé d'élaborer les principes sur les analystes et les agences de notation. En outre, les services de l'AMF sont membres de l'ensemble des Comités permanents.

B Le Joint Forum

Le *Joint Forum*, qui rassemble des experts des trois organisations internationales de régulateurs, le Comité de Bâle, l'OICV et l'Association internationale des superviseurs d'assurance, a publié deux rapports. Le premier *Trends in Risk Integration and Aggregation* fait un état des lieux de la façon dont les entités financières opérant dans plusieurs secteurs tentent d'avoir une approche plus intégrée de l'ensemble des risques propres à chaque secteur. La question la plus problématique reste la façon dont ces risques peuvent être agrégés pour définir une exigence de capital économique au niveau du groupe, sujet sur lequel le rapport demeure assez ouvert.

Le second « *Operational Risk across Sectors* » traite essentiellement de la façon dont les banques et les intermédiaires financiers peuvent alléger la charge relative aux risques opérationnels en les faisant couvrir par des assurances. Le rapport examine le type de risque qui peut être effectivement valablement transféré et les conséquences qui en découlent.

En outre, le *Joint Forum*, à la demande du Forum de la stabilité financière (FSF), a commencé un travail sur les transferts de risques de crédit. Un rapport préliminaire a été présenté lors de la réunion de mars 2004 du FSF.

C Le Forum de la stabilité financière (FSF)

Le FSF s'est réuni deux fois au cours de l'année 2003, à Berlin et à Paris, la France présidant cette année le G8. Au-delà de son évaluation régulière de la vulnérabilité du système financier international, le FSF a poursuivi une série de travaux directement liés aux marchés financiers et en particulier.

Le transfert des risques de crédit

Devant l'expression d'une préoccupation commune sur les transferts des risques de crédit, et en particulier sur le manque d'information permettant d'évaluer le phénomène et ses conséquences, il a été convenu que la Banque des règlements internationaux ajouterait des éléments sur ce sujet dans son rapport semestriel

sur les dérivés OTC. Par ailleurs le FSF a demandé au *Joint Forum*, qui rassemble des représentants des trois organisations internationales des assurances, des banques et des régulateurs en valeurs mobilières, de développer une recherche sur ce sujet. Un premier rapport a été rendu en mars 2004. En particulier, le FSF a demandé au *Joint Forum* de regarder le caractère complet ou non du transfert de risque, la compréhension par les différents acteurs de ces opérations et enfin d'évaluer la possible concentration de risques à l'intérieur ou à l'extérieur de la sphère régulée des marchés financiers.

Les juridictions non-coopératives

Dans la suite des travaux du FSF qui avaient conduit à l'établissement d'une liste des juridictions non-coopératives, le Fonds monétaire international avait été invité par le Forum à évaluer les progrès accomplis en termes de réglementation et de supervision. Les membres du FSF ont reconnu que la pression de la communauté internationale avait permis d'obtenir un certain nombre d'améliorations mais que les progrès n'étaient pas assez sensibles pour permettre une évolution de la position du FSF. Les membres ont encouragé les juridictions qui n'avaient pas été auditées par le FMI à demander un examen de leur réglementation et à en publier les résultats. Les premières conclusions de l'OICV sur l'affaire Parmalat et les discussions qui s'en sont suivies avec le Président du FSF semblent montrer que des résultats plus concrets sont nécessaires avant d'abandonner la pratique de la « liste noire » (« *name and shame* »).

Le FSF a également apporté son soutien à un certain nombre d'initiatives visant à renforcer la stabilité et la bonne réglementation des marchés financiers. Cette démarche s'inscrit dans le rôle dessiné par le G8 dans les conclusions de la réunion d'Evian, faisant du FSF une institution faitière chargée de coordonner les initiatives et de s'assurer de leur mise en œuvre. Le FSF a ainsi prêté une attention particulière aux travaux de l'OICV sur les agences de notation et les analystes financiers, a mis en œuvre une action visant à évaluer la transposition des standards adoptés après la crise d'Enron sur l'indépendance et la supervision des auditeurs et à apporter son soutien à la réforme de l'IFAC, notamment aux observations du groupe conduit par l'ancien président de la FSA, Howard Davies, relatif à la création du *Public Interest Oversight Board*.

D

La francophonie : Institut francophone de la régulation financière (IFREFI)

À l'invitation de la COB, une première rencontre en 2000 des principaux régulateurs des marchés francophones a permis la mise en place progressive d'une structure souple de dialogue et de coopération destinée à favoriser la mise en commun de leurs expériences respectives.

Ce forum francophone leur permet de tirer pleinement avantage des liens privilégiés qui les unissent à travers leur usage commun du français, favorise l'échange de points de vue et l'organisation de formations professionnelles à l'intention de leurs personnels.

L'IFREFI se réunit depuis 2002⁴² une fois par an avec la tenue de deux réunions consécutives : la réunion des présidents fournit l'occasion d'un échange de points de vue à haut niveau sur l'actualité financière internationale et permet chaque année de traiter un thème en profondeur. Elle est suivie d'un séminaire de formation à destination des personnels des autorités de marché.

Le troisième séminaire de formation des personnels des autorités francophones de régulation des marchés financiers s'est tenu à Montréal les 5 et 6 juin 2003, sur le thème de la surveillance des marchés financiers et des méthodes d'enquête.

Il a permis de traiter au cours d'une première journée de travail la question des méthodes utilisées afin de détecter les anomalies des données du marché susceptibles de donner lieu à une investigation du régulateur (systèmes informatiques, analyses des données du marché, mise en évidence des situations anormales et rédaction des rapports préliminaires).

La deuxième journée de travail a permis d'aborder la question des cadres législatifs et réglementaires des activités d'enquêtes et d'inspection des régulateurs francophones ainsi que les méthodes concrètes d'enquête.

E

Le GAFI

En 2003, la Commission des opérations de bourse a continué à participer aux travaux du Groupe d'action financière sur le blanchiment de capitaux (GAFI), au sein de la délégation française (qui comprend également d'autres ministères et Commissions). Elle est ainsi en mesure d'apporter sa contribution dans les domaines qui relèvent de ses compétences. Les activités de l'année 2003 ont notamment porté sur la finalisation du nouveau texte des "Quarante recommandations", qui constituent la norme internationale en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux, et qui a été adopté lors de l'Assemblée plénière du GAFI tenue à Berlin en juin 2003. Aux nouvelles "Quarante recommandations" sur le blanchiment de capitaux s'ajoutent "Huit recommandations spéciales" sur le financement du terrorisme, afin de former un cadre de mesures destinées à lutter contre ces deux fléaux. Le GAFI invite tous les pays du monde à adopter les mesures nécessaires pour que leurs législations soient mises en conformité avec ces règles.

5

LA COOPÉRATION BILATÉRALE

A

L'accompagnement du développement international de la place de Paris

La Commission a conclu cette année un accord de coopération et d'échange d'informations bilatéral avec la île de Guernesey qui vise à organiser et à

⁴² Voir Rapport annuel COB 2002, page 261.

mettre en œuvre une procédure d'assistance mutuelle avec ses homologues étrangers, ce qui porte à 35 le nombre d'accords bilatéraux signés par la COB.

Cette coopération concerne plus particulièrement l'échange d'informations dans le cadre de la recherche des violations des lois et des règlements relatifs aux délits d'initiés, à la manipulation de cours, à la diffusion d'informations fausses ou trompeuses et à l'information des investisseurs.

B L'accompagnement de l'élargissement de l'Europe

1

L'achèvement du programme de jumelage avec la Commission de valeurs mobilières polonaise (KPWiG)

La COB et la Commission des valeurs mobilières polonaise (KPWiG) avaient conclu en 2000 un programme de jumelage financé par la Commission européenne dans le cadre de l'accession de la Pologne à l'Union européenne. Ce programme, qui a débuté le 25 septembre 2000 et s'est achevé après une extension de six mois complémentaires le 31 décembre 2002, comportait trois volets :

- la préparation du ministère des finances polonais à la libre convertibilité du Zloty ;
- la création d'une autorité en charge de lutter contre le blanchiment d'argent et la préparation de la transposition des directives communautaires relatives aux marchés financiers ;
- la mise en place d'un système opérationnel de surveillance des marchés.

Pour le premier objectif, la COB était assistée de la Banque de France, pour le deuxième de l'Office italien du change et de TRACFIN, et pour le troisième de la CONSOB. En outre, un agent de la Commission a été détaché pendant 14 mois à la KPWiG à Varsovie. Ce projet d'envergure a nécessité un travail important pour les autorités françaises et italiennes qui se retrouvent dans les statistiques suivantes : 88 jours de travail d'experts en Pologne, 17 séminaires et sessions de formation. Les autorités polonaises ont par ailleurs participé à 28 visites dans 7 pays différents de l'Union européenne ce qui représente 309 jours de travail répartis sur 61 personnes. Enfin, une partie très importante de la réglementation polonaise en matière financière (lois et décrets), soit 27 textes différents, a été revue et des amendements ont été proposés au gouvernement et au parlement.

La COB et les autorités qui lui étaient associées ont rencontré deux difficultés majeures, d'une part la révision des directives communautaires dans le cadre du plan d'action a rendu l'exercice de préparation de la transposition difficile en raison des débats en cours au sein de l'Union, notamment pour les directives prospectus, abus de marché et services d'investissement. D'autre part, la procédure d'appel d'offre lancée au niveau européen pour la réalisation technique d'un système de surveillance des marchés a été infructueuse en raison

de la qualité des candidats, due notamment à l'interdiction de répondre des sociétés ayant déjà participé à l'élaboration du système de la COB pour des raisons de concurrence. Ceci a conduit la COB et la KPWiG à devoir profondément modifier le contenu du programme et l'affectation budgétaire initialement prévue.

En conclusion cependant, il convient de noter que l'ensemble des résultats définis initialement ont été atteints, et en particulier en ce qui concerne les conditions devant présider à la libre convertibilité du Zloty, la préparation de la transposition des directives communautaires et la mise en place d'un organisme chargé de lutte contre le blanchiment. Pour ce qui concerne le système de surveillance des marchés, la COB a transféré son savoir-faire à la Commission polonaise maintenant en mesure de le mettre en place.

2

La participation au EFSSAC (Effective Financial Services Supervision in Accession Countries)

La Commission européenne a mis en place un groupe d'experts représentant pour chaque État membre les trois secteurs financiers (banques, assurances, et valeurs mobilières) afin de contribuer au processus de vérification des conditions d'accession des pays candidats à l'Union européenne. Ce groupe d'experts a pour mission de prendre part à des missions d'évaluation par les pairs (*peer review*) afin notamment de s'assurer que les pays candidats disposent d'un système de régulation apte à permettre la bonne application de la législation communautaire ainsi que le fonctionnement régulier des systèmes financiers.

Aussi, chaque pays candidat a-t-il reçu la visite au cours de l'année 2002 d'une équipe de six experts représentant les secteurs de la banque, de l'assurance et des marchés financiers de six États membres différents. Au terme d'une mission d'une semaine, les experts rédigent un rapport de présentation et d'analyse de la supervision des secteurs financiers. Ils fournissent ensuite une évaluation du degré de transposition des principes internationaux reconnus par l'OICV (pour le secteur des valeurs mobilières), le Comité de Bâle (pour le secteur bancaire) et l'IAIS (pour le secteur des assurances). Leurs observations sont complétées par des recommandations en vue de favoriser la transposition des principes internationaux au sein des législations nationales.

La Commission européenne a mené à bien cette année la deuxième phase de consolidation des acquis de ce programme de *peer review* couvrant l'ensemble des pays candidats, et rythmé par deux réunions du groupe plénier EFSSAC à Bruxelles.

Elle s'est félicitée de la qualité du travail effectué sous la direction des régulateurs financiers des États membres dans le cadre de missions plus courtes de suivi de l'évolution des pratiques de régulation financière dans des pays candidats.

La COB a participé à une *peer review* en Slovaquie au mois de mai 2002 et a mené à bien la mission de suivi et de consolidation des acquis (*Follow up*) au mois de juin 2003.