

7

CHAPITRE

L'Autorité des marchés financiers et le public

- 202 **1** Le rapport du médiateur
- 209 **2** Les consultations et la concertation
avec la place
- 217 **3** Les actions pédagogiques
et l'information du public

L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS ET LE PUBLIC

L'Autorité des marchés financiers protège les intérêts des investisseurs par des actions de pédagogie et de médiation auprès des particuliers. Son objectif n'est pas de se prononcer sur l'opportunité d'un placement ni de garantir un produit, mais de permettre aux investisseurs de disposer de tous les éléments nécessaires à une prise de décision éclairée. Ce rôle pédagogique s'accompagne d'un service de la médiation en cas de litige.

Par ailleurs, dans un souci de dialogue permanent avec la place, l'AMF a mis en place, conformément à l'article L. 621-2, III du code monétaire et financier, cinq commissions consultatives composées de professionnels de la place. Concomitamment à ces commissions consultatives, l'Autorité dans le sillage de la COB et du CMF, bénéficie de l'expertise de groupes de travail spécialisés. Elle s'est enfin entourée d'un conseil scientifique.

1 Le rapport du médiateur

A Présentation et finalités

La fusion intervenue entre le CMF et la COB n'a pas affecté l'activité du service de la médiation, dans la mesure où elle s'exerçait déjà aussi bien dans le domaine de compétence de la Commission des opérations de bourse que dans celui du Conseil des marchés financiers.

Bien au contraire, la loi de sécurité financière l'a en quelque sorte consacrée, le premier alinéa de l'article L. 621-19 du code monétaire et financier disposant que « l'Autorité des marchés financiers est habilitée à recevoir de tout intéressé les réclamations qui entrent par leur objet dans sa compétence et à leur donner la suite qu'elles appellent. Elle propose, en tant que de besoin, la résolution amiable des différends portés à sa connaissance par voie de conciliation ou de médiation ».

Toutefois, le 27 avril 2004, le service de la médiation a vu son responsable changer, Daniel Farras appelé à de nouvelles fonctions au sein de l'AMF ayant été remplacé, en tant que médiateur, par Madeleine Guidoni, précédemment magistrat en détachement au CMF comme conseiller juridique.

Le service de la médiation comprend actuellement, sous l'autorité du médiateur, 3 juristes et 2 assistantes.

Le service de la médiation a pour mission de garantir un suivi précis des dossiers reçus, notamment grâce à l'actualisation constante de la base informatique

Mediator. Il procède à une analyse des réclamations et des demandes de médiation et veille à la qualité des réponses apportées et au respect des délais.

Soucieux des intérêts des investisseurs non professionnels, comme de ceux des prestataires concernés, il contribue à la vigilance de l'AMF sur les marchés et à la protection de l'épargne publique ainsi qu'à l'action de communication de l'AMF via les médias ou la participation aux salons et forums.

L'installation de l'AMF s'est accompagnée de la mise en place de cinq commissions consultatives⁽¹⁾ auxquelles le service de la médiation, compte tenu de l'étendue des thèmes qui lui sont soumis, a participé, selon l'ordre du jour prévu.

C'est ainsi qu'il a participé systématiquement à la commission consultative « Épargnants et actionnaires minoritaires » et aux travaux du groupe de travail « Éducation des investisseurs » créé à l'initiative de cette commission pour déterminer et organiser la formation des épargnants, ainsi qu'aux travaux de la commission « Activités de gestion financière » et au cas par cas, selon les sujets traités, aux autres commissions consultatives.

En outre, le service a suivi la mise en place du règlement général de l'AMF, regroupant les textes existants à la COB et au CMF et y intégrant les ajouts nécessaires à la prise en compte des innovations européennes.

¹ Voir infra Les consultations et la concertation avec la place, les travaux des commissions consultatives page 209.

7 L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS ET LE PUBLIC

B Le flux des dossiers de consultation et de médiation

Le service de la médiation distingue 2 types de dossiers :

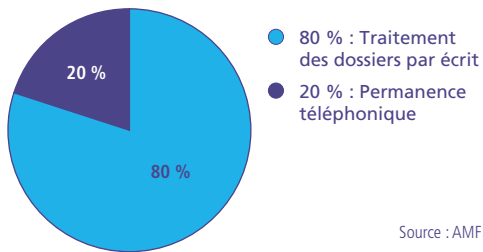
- les consultations, dossiers dans lesquels le service de la médiation répond essentiellement aux épargnants particuliers sur les questions techniques relatives à tous les domaines de compétence de l'AMF ;

- les médiations, dossiers relatifs à tout différend entre intermédiaires et clients lorsque les parties concernées souhaitent trouver une solution amiable.

1 861 dossiers ont été ouverts en 2004, dont 1 426 consultations et 485 médiations. Le flux annuel est en légère baisse par rapport à l'année dernière (2 020 dossiers). La répartition des dossiers entre les deux catégories ou missions a varié (74 % de consultations et 26 % de médiations alors qu'elle était de 66 % et 34 % respectivement en 2003).

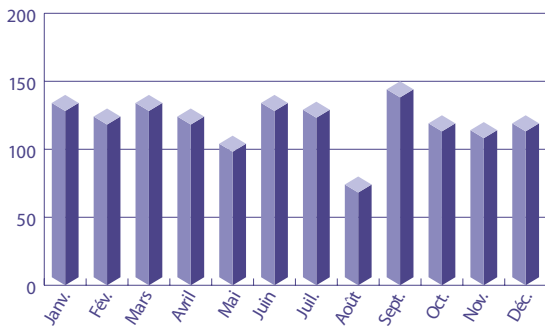
1 530 correspondants ont en outre été accueillis lors des permanences téléphoniques assurées les mardis et les jeudis après-midi, soit une légère baisse par rapport à 2003 (1 632).

Temps consacré à la permanence téléphonique (4 heures par semaine mobilisant 2 juristes et 2 assistantes)



Source : AMF

Demandes traitées par téléphone en 2004 : 1 530 au 31/12/2004



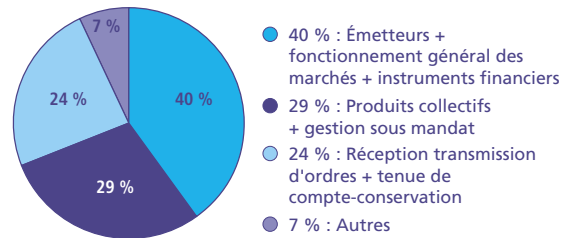
Source : AMF

C Les thèmes traités

Les dossiers sont répartis entre les 11 thèmes généraux suivants :

Produits collectifs, gestion sous mandat, transmission/exécution des ordres, tenue de compte-conservation, émetteurs, fonctionnement général des marchés, instruments financiers (autres que produits collectifs), démarchage, conseil en gestion de patrimoine en investissements financiers, organismes de contrôle/tutelle/défense, divers.

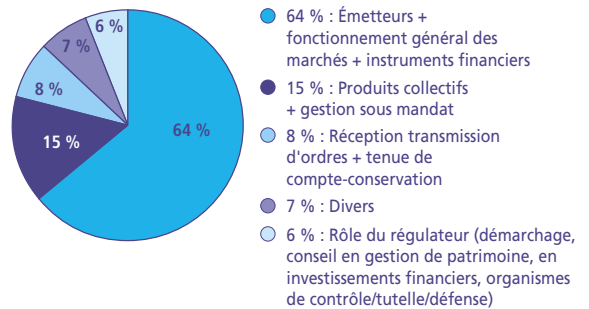
1 La répartition des médiations et des consultations par thème



Source : AMF

2 Les consultations

Répartition des consultations par thème



Source : AMF

Les dossiers de consultation sont clôturés dès que le service de la médiation a répondu à la question initiale et, le cas échéant, aux demandes de précisions ou aux questions complémentaires que la première réponse a pu faire surgir. Le service de la médiation répond directement à la plupart des interrogations dans le délai moyen d'un mois.

SITUATION AU 31 DÉCEMBRE 2004	
Nombre de consultations traitées	1 326
* dont consultations reçues depuis un mois au plus	94 %
* dont consultations reçues depuis plus d'un mois	6 %

Source : AMF

Cependant, il peut arriver que la demande requière des vérifications nécessitant les compétences d'autres services, notamment en matière de dénonciation de manipulations de cours ou de fausse information. Dans ces cas-là, le requérant est informé de cette transmission interne « pour attribution ».

Dans d'autre cas, seul l'avis d'autres services est demandé et la réponse est faite au plaignant par la médiation dès réception de cet avis.

Parfois, certaines questions portent sur une matière qui ne relève pas de l'Autorité, mais se rattachent à des difficultés rencontrées lors d'investissements boursiers. Il en est ainsi des interrogations portant sur des contrats d'assurance-vie, régis par les dispositions du code des assurances, dont il n'appartient pas à l'Autorité de vérifier l'application ni de sanctionner la violation. Il en va de même des questions purement fiscales ou bancaires.

Le service de la médiation indique, dans chaque cas, à ses correspondants le ou les organismes susceptibles de répondre ou d'intervenir.

Pour les consultations de la compétence de l'Autorité, la complexité croissante des questions posées est à relever.

Ainsi, peut-on citer les interrogations relatives aux obligations d'information de l'investisseur porteur de parts d'OPCVM européens, notamment à l'occasion d'une fusion-absorption. Lorsque des modifications affectent des OPCVM européens coordonnés, l'épargnant français peut bénéficier d'un niveau d'information moindre que s'il était détenteur de parts d'OPCVM de droit français (l'instruction⁽¹⁾ sur le sujet prévoit en effet que les investisseurs français sont rendus destinataires d'une information dans les mêmes conditions que les porteurs de l'État d'origine de l'OPCVM et que le correspondant centralisateur devra diffuser une information par courrier reprenant celle

diffusée dans l'État d'origine lorsque cette dernière ne donne lieu qu'à un communiqué).

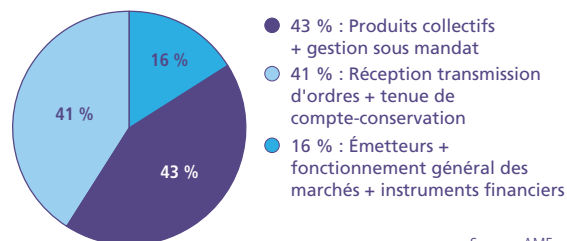
Dans ce genre de situation, l'épargnant français se heurte à un double problème :

- s'il interroge le service de la médiation, aucune information ne pourra lui être transmise dans la mesure où l'opération est soumise à la régulation d'une autre autorité de tutelle ;
- s'il se rapproche de sa banque ou de l'entité qui a commercialisé le produit, l'interlocuteur, ne disposant généralement pas de plus d'informations que celles reçues par l'investisseur, ne sera pas à même de l'éclairer de manière précise.

Afin de remédier à une telle situation, on pouvait souhaiter que le régulateur exige pour tout changement substantiel affectant un OPCVM étranger une information dont le contenu corresponde à ce qui est exigé pour les OPCVM français. C'est ce qui vient d'être fait par l'instruction n° 2005-01 de l'AMF du 11 mars 2005.

3 Les médiations

Répartition des médiations par thème



Source : AMF

SITUATION AU 31 DÉCEMBRE 2004	
Nombre de médiations clôturées	485
* dont médiations reçues depuis six mois au plus	82 %
* dont médiations reçues depuis plus de six mois	18 %

Source : AMF

⁽¹⁾ Instruction AMF n° 2005-01 du 25 janvier 2005.

7 L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS ET LE PUBLIC

82 % des dossiers de médiation sont clôturés dans les six mois de leur ouverture. Pour le solde non clôturé dans les six mois, il s'agit le plus souvent de dossiers dont le traitement est suspendu par une enquête ou l'avis demandé à un autre service de l'Autorité. Il se peut aussi que les réponses ou les documents demandés soient, pour des raisons multiples (ancienneté des faits, changement de prestataire), difficiles à recueillir.

Même si l'année 2004 n'a pas vu de grands changements dans les thèmes des dossiers soumis au service de la médiation, il convient néanmoins de reprendre brièvement quelques thèmes pour en souligner la permanence ou le renforcement.

a) Les fonds à formule

Au cours de l'année écoulée, les fonds à formule ont continué à faire l'objet de nombreuses réclamations.

Les pertes en capital constatées à l'échéance par les souscripteurs de fonds à formule ont été à l'origine de moins de réclamations et questions reçues en 2004 par rapport à 2003. La médiation a continué néanmoins à recevoir des dossiers relatifs au produit « Benefic », qu'elle a adressés à l'organisme chargé de leur traitement centralisé au sein de La Poste afin de laisser la priorité à une solution interne avant son éventuelle intervention.

Tous les dossiers ainsi transmis à la Poste ont néanmoins fait l'objet d'un suivi par la médiation qui a demandé à être tenue informée de leur traitement tant du point de vue des délais que du fond.

Par ailleurs, les services spécialisés de l'AMF ont poursuivi l'enquête ouverte fin 2003 sur les conditions de commercialisation du produit, dossier sur lequel aucun commentaire ne peut, dès lors, être fait.

En dehors de « Benefic », d'autres produits arrivant à échéance en 2004 ont également fait l'objet de nombreuses réclamations. Dans la plupart de ces dossiers, aucune solution amiable n'a pu être trouvée dans la mesure où l'établissement offrant ces produits a pu apporter la preuve que les bulletins de souscription avaient été signés avec une mention manuscrite selon laquelle le client reconnaissait avoir pris connaissance de la notice d'information relative au produit et qu'à la lecture de celle-ci, il ne pouvait subsister aucun doute quant au caractère non garanti du placement décrit.

Dans d'autres cas, s'agissant toujours de fonds à formule, l'établissement a parfois octroyé un dédommagement de la perte subie, tout en insistant sur le fait que le produit avait été commercialisé avec toutes les diligences nécessaires, notamment quant à

sa bonne compréhension par le client dont la situation financière avait été préalablement examinée. Ces « gestes commerciaux », selon la qualification retenue par les professionnels eux-mêmes, trouvent souvent leur origine dans l'âge avancé du client et sa fidélité à l'établissement.

En dehors des particuliers écrivant à titre individuel à la médiation, l'année 2004 a vu se renforcer dans ces dossiers l'action d'associations de défense des usagers ou d'avocats spécialisés.

Les plaignants y dénoncent en général les conditions de commercialisation et mettent en avant la manière dont ils ont été incités à abandonner un produit d'épargne administrée pour ce produit présenté oralement comme comportant une garantie en capital alors que les plaignants venaient de préciser justement ne vouloir prendre aucun risque. Dans la plupart des cas, la notice visée par la Commission des opérations de bourse ne leur a pas été remise et ils se sont fiés à des documents ne mentionnant que les avantages du produit. Lorsqu'ils ont réagi à la baisse de la valeur liquidative constatée sur leurs relevés périodiques avant l'échéance, ils ont été dissuadés de racheter et rassurés sur l'avenir de leur placement. Les situations sont souvent pathétiques (personnes âgées, handicapées) et le préjudice subi va souvent au-delà de la perte en capital. La plupart des plaignants ont le sentiment d'avoir été abusés alors qu'ils avaient toute confiance dans leur conseiller et ne pouvaient même pas imaginer que ce dernier les exposerait ainsi à de tels risques.

Les professionnels mis en cause se contentent souvent de faire référence aux mentions du contrat écrit selon lesquelles le client reconnaît avoir reçu la notice et en avoir pris connaissance. Lorsque la preuve de cette remise ne peut être apportée, ils invoquent les procédures internes encadrant la commercialisation de tels produits et l'énoncé des documents publicitaires. Pour ces raisons, la plupart des dossiers ne donne pas lieu à indemnisation par l'organisme en charge de les traiter.

Les plaignants commencent à exploiter d'autres voies pour essayer d'obtenir réparation de leur préjudice auprès des tribunaux.

b) Les anomalies de marché

De même, sont restés nombreux cette année les dossiers dénonçant les anomalies du marché et l'information relative à la situation des émetteurs en difficulté. Ces courriers sont souvent motivés par la constatation soit d'une évolution de cours défavorable, soit d'une

brusque variation. Dans ces cas-là, le service de la médiation examine les faits relatés et, en cas de besoin, transmet aux services spécialisés de l'Autorité l'alerte ainsi faite. À cet égard, il est souvent difficile de faire comprendre aux épargnants que leur lettre ne peut donner lieu dans tous les cas à ouverture d'un contrôle ou d'une enquête, et en cas d'ouverture d'une telle procédure, qu'aucune information sur le déroulement de celle-ci, et sur son issue, ne pourra être donnée du fait de la confidentialité. En cas de soupçon d'infraction pénale, il est indiqué aux plaignants qu'ils peuvent directement s'adresser à l'autorité judiciaire pour faire valoir leurs droits.

Parmi les dossiers reçus, certains ont permis de détecter des pratiques irrégulières et ont donné lieu, sous l'impulsion ou en coordination avec le service de la médiation, à la publication de mises en garde sur le site Internet de l'Autorité et transmission à la justice, seule compétente. Il en a été ainsi, par exemple, pour l'offre de titres de la société Poseidis Inc inscrite sur un marché étranger non reconnu en France ou pour une proposition de démarchage irrégulier concernant le produit I-Forex.

D'autres lettres ont été relatives aux interruptions de cotation dont les épargnants particuliers ne comprennent pas toujours les raisons et n'ont pas toujours l'explication claire de la part de leur intermédiaire financier.

Il en est ainsi de la suspension « dans l'attente d'un communiqué de la société » ou de la révélation tardive d'une procédure de redressement ou de liquidation judiciaire. Dans ce dernier cas, même si l'Autorité tient régulièrement à jour sur son site Internet la liste des sociétés qui ne publient pas dans les délais leurs comptes ou leur document de référence, lorsqu'elles sont tenues d'en publier un, les actionnaires individuels ont souvent l'impression d'avoir été mis devant le fait accompli et demandent conseil sur la conduite à tenir.

c) Les opérations sur titres

Comme par le passé, le service de la médiation a été très sollicité en 2004 à l'occasion des opérations sur titres. Son intervention en matière d'offres publiques peut se décomposer en 3 étapes, à l'image de ce qui s'est passé pour l'opération Wanadoo (offre publique mixte, OPR puis OPRO).

Avant le dépôt du projet d'offre, les épargnants écrivent pour dire qu'ils s'inquiètent des rumeurs ou de l'annonce officielle d'un prochain dépôt de projet. Le service leur répond en leur décrivant les grandes lignes de la procédure d'offre publique en droit français et le rôle que tiendra l'Autorité et en leur recommandant la vigilance sur les valeurs concernées. Après le dépôt, les actionnaires témoignent de leur souci que l'opération ne se fasse pas à leur détriment et demandent à l'Autorité de tout mettre en œuvre pour protéger les intérêts des « actionnaires individuels ». Ces courriers sont généralement portés à la connaissance du service spécialisé en charge des opérations financières afin que les inquiétudes des actionnaires soient prises en compte lors de l'examen du projet.

Après la décision de recevabilité de l'offre par l'AMF, les actionnaires contestent souvent le prix de l'offre ou la parité retenue et mettent en cause la légitimité de la décision prise. Il leur est expliqué alors le contexte et les éléments objectifs ayant conduit à la solution retenue, tout en rappelant les voies de recours à leur disposition. Les actionnaires veulent parfois obtenir du service de la médiation un conseil sur le choix à faire entre apporter ou non leurs titres à l'offre. Il leur est alors répondu qu'aucun conseil de ce type ne peut être donné mais des explications sur les modalités de l'offre et les suites qui pourront lui être données (maintien des minoritaires, fusion, OPRO) sont fournies pour éclairer une initiative qui ne peut être que personnelle.

Après l'opération, les actionnaires individuels en suivent l'évolution. Ainsi, France Télécom ayant annoncé, le 28 avril 2004, à l'issue de l'offre publique mixte, qu'elle allait fusionner avec Wanadoo, de nombreux actionnaires ont écrit à la médiation afin de demander à l'Autorité de requérir le dépôt d'un projet d'OPR, requêtes immédiatement transmises au service compétent en charge des opérations financières.

Il est très fréquent que les épargnants contestent l'opération, tout particulièrement en cas de retrait obligatoire. Ils ne comprennent pas que leurs titres puissent disparaître de leur portefeuille alors qu'ils ne voulaient pas les apporter à l'offre. Ils mettent souvent en cause leur intermédiaire financier qu'ils jugent responsable de ce qu'ils qualifient d'atteinte à la propriété privée et il faut leur expliquer de nouveau le cadre juridique et réglementaire de ce type d'opération.

De telles explications ont été données pour clarifier le mécanisme utilisé dans l'opération Wanadoo qui comprenait une offre principale mixte et deux offres subsidiaires (OPE et OPA). Certains actionnaires avaient choisi d'apporter leurs titres à l'OPA et ont été surpris

7 L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS ET LE PUBLIC

de constater qu'une partie de leurs titres avait été apportée à l'offre principale. Il leur a été rappelé que la note d'opération prévoyait un mécanisme de réduction des offres subsidiaires « au cas où le nombre total d'actions Wanadoo apportées à l'OPA ne serait pas égal à 55 divisé par 45 (1,22) (le «Ratio») fois le nombre total d'actions Wanadoo apportées à l'OPE ».

Il arrive enfin que les épargnants se plaignent de ne pas avoir été informés de l'opération dans les délais utiles ou que leurs instructions n'aient pas été prises en compte. En cas de dysfonctionnement avéré, le service de la médiation intervient auprès de l'intermédiaire afin d'aboutir à une solution amiable.

d) La gestion

Comme par le passé, la gestion sous mandat a donné lieu à de nombreuses réclamations mettant en cause le devoir d'information et de conseil des prestataires. Les courriers mettent en avant une mauvaise adéquation de l'orientation choisie au moment de l'entrée en relation avec les souhaits du client, une explication sommaire par le prestataire des termes « prudente, dynamique, équilibrée », un suivi irrégulier, voire inexistant du portefeuille géré, et l'absence d'ajustement en cas de pertes importantes.

Face à de tels constats, on ne peut que recommander une plus grande précision de part et d'autre au moment du choix de l'orientation. L'épargnant doit avoir le maximum de conseils et doit s'engager sur un document écrit et détaillé. Le professionnel doit examiner sa situation patrimoniale avec le plus grand soin et expertiser sa demande afin de lui proposer la gestion la plus adaptée.

Tout au long du mandat, un dialogue régulier et documenté doit s'instaurer. À côté du rapport au moins semestriel qu'il doit lui adresser, le professionnel devrait aviser le client par écrit de tout changement d'orientation et faire le point en cas d'événements significatifs comme la baisse importante des actifs gérés.

Cela pourrait éviter nombre de difficultés mettant aux prises, à un moment où la situation n'est plus rattrapable, un épargnant s'estimant floué par un professionnel en qui il avait mis toute sa confiance et un intermédiaire convaincu d'avoir agi au mieux des intérêts de son client.

D Les perspectives

Ce rapide point sur l'année écoulée met en évidence quelques lignes qui devraient dessiner les perspectives à venir.

1 Un taux encourageant de consultations non contestées et de médiations réussies

Du 1^{er} janvier au 30 décembre 2004, il a été répondu à 1 326 consultations.

Aucune des lettres adressées aux requérants, et portant sur tous les domaines de la compétence de l'AMF, n'a fait l'objet de contestation mettant en jeu la pertinence de la réponse. Compte tenu de la complexité croissante des questions techniques posées, on ne peut que se réjouir de cette situation et s'engager à maintenir ce pourcentage pour l'avenir.

En ce qui concerne les médiations, du 1^{er} janvier au 31 décembre 2004, 485 dossiers de médiation ont été traités et 58 % de ceux qui ont pu être engagés sur le fond ont abouti à un accord.

En effet, outre le fait que l'AMF ne peut traiter que des sujets entrant dans son domaine de compétence, la procédure de médiation obéit aux principes d'une charte au nombre desquels figure son caractère volontaire.

Dans un certain nombre de cas, le professionnel interrogé par le service de la médiation estime n'avoir commis aucune faute et refuse le principe même de sa participation à une procédure amiable. Dans ces cas-là, on ne peut, en général (il arrive heureusement que les courriers arrivent à convaincre les intéressés du bien-fondé d'une telle procédure), que tirer les conséquences de ce refus et clôturer le dossier.

C'est parfois l'épargnant qui, au vu de la proposition d'indemnisation qui lui est faite et qu'il juge insuffisante, se retire du dossier.

Pour les dossiers dans lesquels une instruction contradictoire a pu s'engager sous l'égide du médiateur, il est particulièrement satisfaisant de constater que plus de la moitié font l'objet d'accords amiables, prenant la forme d'une régularisation (opérations contestées annulées), d'une indemnisation totale ou partielle de la perte subie ou d'un geste commercial.

C'est ainsi que dans un dossier relatif à une gestion sous mandat, le client a pu obtenir une indemnisation à hauteur de 20 000 euros représentant la perte en capital subie, alors que sa réclamation en interne, tant auprès du responsable du département gérant son compte qu'auprès du médiateur de l'établissement, n'avait reçu aucune réponse favorable et que la situation semblait bloquée.

Dans un autre dossier, l'établissement a accepté de faire un récapitulatif des opérations exécutées par erreur et d'octroyer au client une compensation financière de 18 210 euros.

Parfois, le geste commercial prend la forme de la prise en charge de l'imposition des intérêts générés par la solution proposée (par exemple, le rachat partiel d'un contrat) ou des frais complémentaires induits.

2 Des réclamations nombreuses et de plus en plus souvent assistées

En 2004, les investisseurs non professionnels sont restés nombreux à manifester leur inquiétude et à solliciter auprès du service de la médiation aide et assistance, soit pour comprendre un point technique, soit pour obtenir de leur intermédiaire la solution amiable d'un conflit. La légère tendance que l'on peut déceler concerne la présence de plus en plus fréquente à leur côté d'avocats ou d'associations de défense qui reconnaissent ainsi la légitimité du service comme étape préalable à une éventuelle procédure judiciaire.

En même temps, ce phénomène atteste que les interrogations des épargnants, liées à des produits ou à des mécanismes de plus en plus complexes, deviennent également très pointues. La leçon à en tirer devrait mener à une réflexion vers une réglementation claire et précise, simple à comprendre et à respecter.

3 Un dialogue plus institutionnel avec les intermédiaires

Même si certains intermédiaires, heureusement très minoritaires, restent méfiants, voire hostiles à l'incursion d'un médiateur extérieur dans ce qu'ils considèrent être des relations de clientèle à résoudre dans le seul cadre de l'entreprise, de plus en plus d'entre eux souhaitent, notamment par le biais de leurs déontologues, prolonger la coopération avec le service de la médiation au-delà des seuls dossiers individuels les mettant en cause.

C'est ainsi qu'en dehors de tout cas particulier, un dialogue riche et fructueux peut être mis en place afin d'améliorer les procédures internes et réduire le nombre de litiges, par une explication de la réglementation et des pistes de sa mise en application efficace.

Dans ces circonstances, les intermédiaires manifestent leur réelle volonté de réforme et leur confiance envers le service de la médiation pour les aider dans cette tâche. Ces relations décriées sont évidemment précieuses pour le traitement des cas particuliers et, à terme devraient permettre de prévenir un grand nombre de difficultés.

À cet égard, force est de constater que les efforts fournis en matière de déontologie et de développement des fonctions de responsable des services d'investissement et de déontologue commencent à porter leurs fruits.

4 Une mission de protection de l'épargne qui s'inscrit dans un souci général d'une meilleure prise en compte des épargnants individuels

C'est ainsi qu'ont été ouverts les chantiers visant à l'amélioration de l'information portant sur les OPCVM, l'encadrement du démarchage, la structuration du conseil en investissements financiers, la perception plus claire du travail des organes dirigeants des sociétés et l'établissement d'un règlement général reprenant l'ensemble des textes existants en y intégrant les innovations européennes.

Les épargnants individuels semblent mieux reconnus comme acteurs à part entière du marché boursier et commencent à s'organiser pour une défense commune de leurs intérêts.

Un groupe de travail, organisé sous l'égide de l'Autorité, relatif à la formation des épargnants a été constitué et a réuni l'ensemble des interlocuteurs représentatifs en la matière.

2 Les consultations et la concertation avec la place

A Les travaux des commissions consultatives

Faisant usage de la faculté prévue par l'article L. 621-2, III du code monétaire et financier, l'Autorité des marchés financiers a décidé, en février 2004, de constituer cinq commissions consultatives permanentes appelées à l'aider à conduire sa réflexion et à forger sa doctrine au regard des évolutions des techniques, des produits, des structures de marché et de l'environnement juridique et financier national et international.

Ces commissions sont composées d'experts désignés par le Collège de l'AMF et présidées par des membres du Collège à qui il revient d'animer leurs travaux et d'en rapporter les résultats devant le Collège. Les membres des commissions consultatives sont nommés pour une durée de trois ans.

Chacune de ces commissions élabore son programme de travail et se réunit en moyenne une fois par mois. Les services de l'AMF pilotent les travaux préparatoires de ces commissions.

1 Opérations et information financières des émetteurs

La commission opérations et information financières des émetteurs, présidée par Bernard Esambert, puis par Jean-Michel Naulot, membres du Collège de l'AMF, compte vingt personnalités qualifiées dans le domaine du droit, de l'économie et de la finance représentant à la fois des banques, des entreprises d'investissement, des émetteurs et des entreprises de marché. Elle s'est réunie à neuf reprises au cours de l'année 2004.

La commission a été saisie, à plusieurs reprises, en sus des travaux menés dans le cadre de l'élaboration du règlement général de l'AMF, de questions concernant la directive sur 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 (directive prospectus). La commission a notamment suivi les travaux de transposition de ce texte en droit français, les propositions du groupe de travail Euronext sur les évolutions réglementaires pour les valeurs moyennes,

ainsi que le projet de réforme législative des obligations applicables aux émetteurs faisant appel public à l'épargne.

Elle a également étudié l'état des négociations de la directive sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information au sujet des émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé (directive transparence) ainsi que les orientations proposées par le CESR (niveau 2 de la comitologie) et plus particulièrement les sujets à débattre concernant la diffusion et l'archivage de l'information réglementée.

La commission a également été invitée à donner son avis sur la transposition de la directive concernant les opérations d'initiés et les manipulations de marché (directive abus de marché) et plus précisément sur le cas particulier des contrats de liquidité et des programmes de rachat d'actions.

Par ailleurs, la commission a été saisie d'un certain nombre de sujets comptables. Lors d'une présentation qui lui a été faite en avril sur la transition aux normes IFRS, elle a notamment suggéré au Collège que les services de l'AMF alertent les sociétés de la nécessité de collecter l'information nécessaire à l'établissement des comptes en normes IFRS, sous la forme d'un courrier individualisé. Elle a par ailleurs examiné le projet de VIII^e directive en matière d'audit et a donné son avis sur les projets de conclusions du groupe de travail sur les résultats estimés. Enfin, en fin d'année un point d'information a été fait aux membres de la commission concernant le passage des émetteurs aux normes IFRS au vu des documents publiés au titre de l'exercice 2003/2004.

En octobre, elle a donné son avis sur la problématique des mesures de défense anti-OPA dans le cadre de la transposition de la directive OPA et a suggéré qu'un groupe de travail⁽¹⁾ sur le sujet soit mis en place rapidement afin de lister un ensemble de questions qui serait soumis ensuite à consultation publique.

¹ Voir infra Les travaux des groupes de place page 213.

Enfin, en décembre, le rapport de l'AMF sur les agences de notation, pour lequel son avis sur le fond et sur la méthodologie retenue avait été recueilli en octobre, et celui sur le gouvernement d'entreprise et les procédures de contrôle interne lui ont été présentés avant publication.

Au cours du 1^{er} semestre 2005, la commission a prévu d'examiner le sujet de la complexité croissante des produits financiers et de l'écart grandissant de connaissances entre les professionnels et le public.

Elle compte également analyser les conditions de passage aux normes IFRS et la communication extra-comptable qu'elles vont induire.

► Composition de la commission consultative

Bernard Esambert (président)⁽¹⁾ - Antoine Giscard d'Estaing (vice-président)

Olivier Azières (Deloitte), Claude Baj (Galeries Lafayette), Jean-François Biard (BNP-Paribas), Dominique Bompont (Sullivan & Cromwell), Françoise Bonfante (UBS Warburg), Eric Bourdais de Charbonnière (Michelin), Bernard Bourigeaud (Atos Origin), Franck Ceddaha (Oddo Corporate Finance), Jean Cedelle (Calyon), Martine Charbonnier (Euronext), Jean-Pierre Cloiseau (Lafarge), Philippe Crouzet (ACTEO), France Drummond (Paris II), Philippe Lagayette (JP Morgan), Michel Léger (Léger et Associés), André Lévy-Lang, Marie-Christine de Nayer (Société Générale), Helman le Pas de Sécheval (Groupama), Jacques Rossi (avocat), Bruno Van Ryb (BVRP Software).

2 Épargnants et actionnaires minoritaires

La commission consultative épargnants et actionnaires minoritaires, présidée par Jean-Claude Mothié, membre du collège de l'AMF, s'est réunie neuf fois au cours de l'année 2004. Composée principalement de représentants d'associations d'actionnaires et de personnalités impliquées dans la protection des investisseurs, la commission consultative s'est penchée sur les thèmes suivants :

- la problématique des assemblées générales en France et, en particulier, l'exercice des droits de vote par les sociétés de gestion ;

- la formation des épargnants. Les membres de la commission consultative étant très mobilisés sur ce sujet, le président de l'AMF, Michel Prada, a décidé de lancer un groupe de travail⁽²⁾ de place afin de fédérer l'ensemble des énergies en ce domaine et de construire un projet pédagogique ;

- le règlement général de l'AMF ;

- la transposition des directives abus de marché, prospectus, offres publiques et transparence ;

- les réformes introduites par le législateur, notamment : le démarchage et le statut de conseiller en investissements financiers, les OPCVM d'épargne salariale et la création d'organismes de placement collectif immobilier.

► Composition de la commission consultative

Jean-Claude Mothié (président) - Claire Favre (vice-président)

Jacques Coutance, Vincent Dutfoy (CLAS⁽³⁾), Agnès Gaultier de la Ferrière (FAS⁽⁴⁾), Marcel Jayr (membre du comité d'investisseurs particuliers de l'ANSA et d'Euronext), Pierre-Henri Leroy (Proxinvest), Viviane Neiter (APAI⁽⁵⁾), Colette Neuville (ADAM⁽⁶⁾), François Perrin-Pelletier (FAIDER⁽⁷⁾), Fabrice Rémon (Démignor), Marie-Claude Robert (premier médiateur de la COB), Aldo Sicurani (FFCI⁽⁸⁾), Marcel Tixier (ANAF⁽⁹⁾), François de Witt (journaliste).

3 Organisation et fonctionnement du marché

La commission consultative organisation et fonctionnement des marchés, présidée par Bernard Field, membre du Collège de l'AMF, compte dix-huit personnalités qualifiées dans le domaine du droit, de l'économie et de la finance représentant les banques, des entreprises d'investissement, des émetteurs, des entreprises de marché, et des autorités prudentielles. La commission consultative s'est réunie treize fois au cours de l'année 2004.

¹ Depuis le 21 mars 2005, la commission est présidée par Jean-Michel Naulot.

² Voir infra : les travaux des groupes de place page 215.

³ Association des actionnaires salariés du Crédit Lyonnais.

⁴ Fédération française des associations d'actionnaires salariés et anciens salariés.

⁵ Association pour la promotion de l'actionariat individuel.

⁶ Association de défense des actionnaires minoritaires.

⁷ Fédération des associations indépendantes de défense des épargnants pour la retraite.

⁸ Fédération française des clubs d'investissement.

⁹ Association nationale des actionnaires de France.

7 L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS ET LE PUBLIC

Il a été convenu de considérer comme prioritaires les questions relatives aux règles de marché. Ainsi, les points abordés lors des premières séances ont-ils eu trait, d'une part, aux transactions au prix moyen pondéré (ordres en VWAP⁽¹⁾) réalisées sur les marchés au comptant et, d'autre part, aux règles relatives aux modalités de transactions de blocs sur les marchés de dérivés (MONEP, MATIF).

Après avoir suivi de très près la rédaction du règlement général, la commission a abordé la transposition de la directive 2003/6/CE du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché, et ses mesures d'exécution.

La réglementation des analystes financiers a été traitée au fil de l'évolution des normes internationales et des directives européennes en la matière. La commission s'est largement prononcée en faveur d'une harmonisation des régimes applicables aux analystes financiers qu'il s'agisse de personnes physiques ou morales dans les meilleures conditions.

Le rapport public de l'AMF sur les agences de notation dans sa portée comme sur sa méthode d'élaboration, a été soumis à consultation auprès de la commission.

Enfin, la commission a commencé à examiner les aspects pratiques de la mise en œuvre de la directive MIF aussi bien du point de vue de la règle de la « meilleure exécution », que des règles de bonne conduite des intermédiaires ou du sujet de l'intermédiation.

► Composition de la commission consultative

Bernard Field (président), Jean-Pierre Pinatton (vice-président),

Jean-Pierre Aubin (Viel Tradition), Jean-François Bay (AFII⁽²⁾), Paul Le Cannu (Paris I), Thierry Coste (CASA), Marie-Noëlle Dompé (cabinet Darrois & Villey), Jacques Hamon (CEREG), Gérald Harlin (Axa), Alain Kayayan (analyste financier, Exane), Jean-Bernard Laumet (HSBC/CCF), Patrice Marteau (PPR), Jean-Pierre Mattout (France Télécom), Alain Moynot (BNP Paribas), Jean-Pierre Mustier (Société Générale), Yves Nachbaur (Banque de France), Patrick Stephan (Euronext), Hubert de Vauplane (BNP Paribas).

4 Activités de gestion financière

La commission activités de gestion financière présidée par Philippe Adhémar, membre du Collège de l'AMF, s'est réunie neuf fois depuis le 10 mars 2004 afin de donner son avis sur les points suivants :

- les OPCVM :

- l'introduction de nouvelles dispositions réglementaires relatives aux OPCVM à règles d'investissement allégées et aux OPCVM contractuels, aux OPCVM indiciels et à gestion indicielle étendue,
- le rôle et la responsabilité du dépositaire d'un OPCVM ayant recours au *prime broker*,
- la procédure d'agrément des OPCVM y compris pour la période transitoire de passage au prospectus complet,
- la modification de l'instruction COB prise en application du règlement n° 89-02 relative aux OPCVM d'épargne salariale,
- les orientations retenues pour la définition des modalités de calcul de l'engagement hors bilan des OPCVM (perte maximale et effet de levier),
- la modification du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989 ;

- les sociétés de gestion de portefeuille :

- la modification des dispositions existantes afin de tenir compte des obligations découlant des directives 2001/107/CE et 2001/108/CE,
- le programme d'activité type des sociétés de gestion de portefeuille et les modalités d'information de l'AMF en cas de modification du dossier d'agrément,
- les dispositions nouvelles relatives à l'exercice du droit de vote par les sociétés de gestion pour le compte des OPCVM qu'elles gèrent,
- précision relative au contenu du rapport du conseil d'administration ou de surveillance des SICAV et des sociétés de gestion,
- introduction de précisions relatives au dispositif de lutte anti-blanchiment et financement du terrorisme ;

¹ VWAP : Volume Weight Average Price (prix moyen pondéré par les volumes).

² Association française des investisseurs institutionnels.

- les autres organismes de placement collectif :
 - les dispositions du décret n° 2004-1255 du 24 novembre 2004 pris en application des articles L. 214-5 et L. 214-43 à L. 214-49 du code monétaire et financier et relatif aux fonds commun de créances,
 - le projet de création des organismes de placement collectif dans l'immobilier (OPCI) ;
- les dispositions réglementaires relatives aux conseillers en investissements financiers.

Enfin, les membres de la commission ont été consultés sur les dispositions à droit constant et nouvelles mesures introduites dans les livres III (prestataires) et IV (produits d'épargne) du règlement général de l'AMF.

► Composition de la commission consultative

Philippe Adhémar (président), Monique Bourven (vice-président),

André Battestini (Ulysse Patrimoine), Christian Boisson (Crédit Agricole AM), Dominique Eugène (AFII⁽¹⁾), Gilles Glicenstein (BNP Paribas AM), Philippe Goubeault (AGIRC), Guillaume Jalenques de Labeau (SPGC⁽²⁾), Pierre Jolain (CCF/HSBC AM), Jean-Louis Landais (Banque de France), Pierre Lasserre (Exane), Jean-Louis Laurens (Axa IM) Éric Mijot (analyste financier, SFAF⁽³⁾), Gérard Pfauwadel (Unigestion AM), Hélène Ploix (Pechel Industries), Roland Portait (Essec/CNAM), Bruno Prigent (Société Générale), Patrick Sellam (Cabinet Patrick Sellam).

5 Activités de compensation, de conservation et de règlement-livraison

La commission consultative activités de compensation, conservation et de règlement-livraison, présidée par Dominique Hoenn, membre du Collège, s'est réunie six fois au cours de l'année 2004 et a été amenée à rendre son avis sur l'ensemble des travaux relatifs aux infrastructures de marché requérant le concours des services de l'AMF.

S'agissant de travaux nationaux, la commission consultative a été consultée sur la réforme du transfert de propriété des titres sur un marché réglementé⁽⁴⁾, la synthèse des missions d'inspection conduites sur la tenue de compte-conservation au cours des trois dernières années⁽⁵⁾, la création d'un groupe de travail de place sur le vote aux assemblées générales en France et l'activité de *prime broker* en France.

La commission a également été consultée sur les dispositions à droit constant et nouvelles dispositions introduites aux Livres III (Prestataires) et V (Infrastructures) du règlement général de l'AMF. Elle a été régulièrement consultée aux différentes étapes de l'élaboration du rapport CPSS/IOSCO⁽⁶⁾ portant recommandations pour les chambres de compensation agissant en qualité de contrepartie centrale. Dans le prolongement de la réforme du droit de propriété du titre, la commission a également été consultée sur la Convention de La Haye relative à la loi applicable à certains droits sur titre détenus auprès d'un intermédiaire⁽⁷⁾, et a recommandé à ce sujet la création d'un groupe de travail de place qui aurait pour objet d'étudier les conséquences économiques et juridiques de l'adoption de ce texte international.

En ce qui concerne les « Standards pour le règlement-livraison en Europe » menés conjointement par le CESR et les gouverneurs du système européen des banques centrales (SEBC), la commission consultative a rappelé la finalité technique des standards CESR/SEBC et a invité les services de l'AMF à poursuivre les discussions au sein du groupe tout en soulignant la nécessité d'un véritable débat sur les enjeux stratégiques des travaux de préparation de la directive européenne sur les activités de compensation et de règlement-livraison.

¹ Association française des investisseurs institutionnels.

² Société Parisienne de gestion et de conseil.

³ Société française des analystes financiers.

⁴ Ainsi, le transfert de la propriété patrimoniale s'harmonisera avec le règlement-livraison effectif des titres entre intermédiaires, tout en maintenant que le transfert de propriété résulte de l'inscription en compte.

⁵ À cette occasion, la Commission consultative a posé la question du maintien de l'obligation de ségréguer des avoirs détenus pour le compte des OPCVM chez les dépositaires centraux. À la suite de cette observation, le règlement général de l'AMF ne

retient plus qu'une ségrégation des avoirs clients et des avoirs propres d'un teneur de compte-conservateur.

⁶ Voir supra chapitre II, page 54.

⁷ La Convention de la Haye indique que la loi qui détermine les offres d'un transfert de droit est celle désignée dans les conventions de compte entre le client et l'intermédiaire pertinent.

7 L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS ET LE PUBLIC

Composition de la commission consultative

Dominique Hoenn (président), Jean de Demandolx Dedons (vice-président)
Philippe Bissara (ANSA⁽¹⁾), Gérard Bourret (Ofivalmo),
Philippe Castellanelli (HSBC/CCF), Xavier Chaillot
(Société Générale), Emmanuel de Fournoux (AFEI⁽²⁾),
Michel Germain (Paris II), Pierre Guillemet (Euro
Securities Partners), Yvon Lucas (Banque de France), Guy
Mengin (Banque OBC), Joël Merere (Euroclear France),
Philippe Pauzet (Arllys), Patrice Renault (LCH Clearnet
SA), Marcel Roncin (AFTI⁽³⁾), Bernard Vibert (Calyon).

B Les travaux des groupes de place

En parallèle des travaux conduits dans le cadre des commissions consultatives, l'AMF a consulté, comme le faisaient précédemment la COB et le CMF, professionnels et experts de la place sur des sujets bien spécifiques dans le cadre de groupes de travail.

1 Le groupe de travail sur la directive OPA⁽⁴⁾

Après quatorze années de négociation, la directive relative aux offres publiques d'acquisition a été adoptée par le Conseil et le Parlement européen et publiée au Journal officiel de l'Union européenne le 30 avril 2004. Elle est entrée en vigueur le 21 mai 2004 et doit être transposée au plus tard le 21 mai 2006.

Si, d'une manière générale, les principes fondamentaux qu'elle pose sont similaires à ceux qui régissent le droit français des offres publiques d'acquisition⁽⁵⁾, la directive présente la particularité de rendre optionnelle l'application de deux articles clés, les articles 9 et 11 respectivement relatifs aux conditions de mise en œuvre des mesures de défense anti-OPA et au principe de neutralisation des restrictions, tout en prévoyant des arrangements facultatifs en son article 12.

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

droits de vote multiple (article 11).

Dans cette hypothèse, les États membres doivent permettre à leurs sociétés de les appliquer sur une base volontaire, sous réserve d'y avoir été autorisées par les actionnaires réunis en assemblées générales extraordinaires, étant précisé que cette autorisation doit être renouvelée tous les dix-huit mois.

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

L'ensemble des options offertes par la directive aux États membres a conduit le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie à confier à Jean-françois Lepetit, ancien président de la COB et du CMF, la mission de constituer un groupe de travail⁽⁶⁾ chargé de réfléchir sur les choix offerts et leurs conséquences dans la perspective de la transposition de la directive. Il s'est réuni pour la première fois en décembre 2004.

2 Le groupe de travail sur les dérivés de crédit

Devant l'essor récent des instruments de transfert de risque de crédit, les autorités bancaires et financières n'ont eu de cesse, depuis quelques années, d'améliorer la compréhension de ce type d'instrument en tentant tout particulièrement de déterminer si l'utilisation croissante de ces produits s'était accompagnée d'un transfert de risque de crédit vers des institutions non régulées et d'une concentration excessive des risques.

En France, la Commission bancaire, la Commission de contrôle des assurances, des mutuelles et des instituts de prévoyance et l'Autorité des marchés financiers ont effectué une enquête au cours du second semestre 2003 auprès des établissements de crédit, des entreprises d'assurance, des sociétés de réassurance et des sociétés de gestion, dont les résultats ont été publiés en juin 2004⁽⁷⁾. L'enquête montre que les transferts de risque s'effectuent très majoritairement entre grandes banques, surtout en ce qui concerne les dérivés de crédit. La situation est, en revanche, plus diversifiée en matière de produits

1 Association nationale des sociétés par actions.
2 Association française des entreprises d'investissement.

3 Association française des professionnels des titres.
4 Voir supra chapitre II page 61.
5 Rapport annuel 2003, pages 42 et 43.

6 Groupe de travail composé de Monsieur Jean-Louis Beffa, président directeur général de la Compagnie de Saint-Gobain, de Monsieur Gérard de la Martinière, président de la FFSA et de Maître

Dominique Schmidt, ancien professeur agrégé des facultés de droit et avocat aux barreaux de Paris et de Strasbourg.

7 « Résultats de l'enquête de place française sur les instruments de transfert de risque de crédit », Revue de la stabilité financière n° 4, Juin 2004.

structurés, où la présence des entreprises d'assurance, de réassurance et d'OPCVM est plus significative, l'essentiel des transactions s'effectuant toutefois sur des instruments bien notés. L'enquête souligne également l'importance de nouveaux types de risques associés à ces instruments : risques juridiques et de documentation, ainsi que d'illiquidité pour les produits non standardisés. À cet égard, le rapport insiste sur la nécessité pour les acteurs d'améliorer la mesure et la gestion de l'ensemble des risques liés aux instruments de transfert de risque de crédit. Il juge, en outre, souhaitable un accroissement de la transparence financière dans ce domaine, afin de rendre ce marché plus mature, plus liquide et donc moins risqué.

Parallèlement à l'enquête de place réalisée en France, d'autres initiatives ont été entreprises au niveau international.

En Europe, les comités de régulateurs - *Banking supervision committee* (BSC), *Committee of European insurance and occupational pensions supervisors* (CEIOPS) et le CESR- collaborent étroitement sur le thème du transfert du risque de crédit et de ses implications en termes de régulation.

Par ailleurs, le Forum de la stabilité financière a mandaté le *Joint Forum*, en juin 2003, pour réaliser un rapport sur le transfert du risque de crédit. Ce dernier a été rendu public en octobre 2004⁽¹⁾. Il dresse un état des lieux des risques associés aux dérivés de crédit et de la manière dont les institutions les gèrent. À cet égard, une concentration des risques excessive n'a pas pu être démontrée. Le *Joint Forum* a également émis des recommandations en matière de gestion du risque et de pratiques de *disclosure*.

3 Le groupe de travail sur l'analyse financière indépendante

La recherche financière indépendante a été consacrée en France par la loi de sécurité financière qui confie à l'AMF⁽²⁾ la mission de réguler à la fois les analystes *sell side*, les analystes *buy side*, et les analystes indépendants définis comme « les personnes autres » que les deux catégories précédentes dès lors que ces derniers produisent et diffusent des analyses financières.

Les dispositions de la directive abus de marché sont applicables aux analystes financiers indépendants, en ce qui concerne la présentation équitable des

recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts.

Ces conceptions assez larges de la notion d'analyste indépendant se différencient du modèle américain qui, à la suite de la transaction imposée aux banques par le Procureur général Spitzer, recouvre une approche plus restrictive.

En effet, une société de recherche est qualifiée d'indépendante si elle n'exerce pas d'activité de banque d'affaires, si elle n'est pas rémunérée directement par les droits de courtage et si elle exclut bien toutes relations directes ou indirectes avec les émetteurs suivis.

L'AMF ne pouvait rester à l'écart de ce mouvement en faveur du développement de la recherche indépendante, ce qui a conduit le Président à confier à Jean de Demandolx Dedons, membre du Collège de l'AMF, la présidence d'un groupe de travail⁽³⁾ dédié sur ce sujet. Le Président du groupe s'est entouré de personnalités qualifiées en la matière : représentants de la SFAF, l'AFG, Euronext, Middlednext, des sociétés de gestion, des prestataires de services d'investissement, des émetteurs, ainsi que les principales sociétés de recherche indépendante de la Place. Aujourd'hui, il existe peu d'acteurs sur la place de Paris et il apparaît difficile *a priori* de tracer un modèle pour ces sociétés innovantes. La stratégie de développement qui prévaut est orientée vers l'investisseur et offre une recherche sur les valeurs moyennes.

Les travaux du groupe de travail, qui s'est réuni pour la première fois le 14 décembre 2004, ont pour objectifs de :

- contribuer à mieux appréhender et définir la notion d'analyse financière indépendante ;
- établir un état des lieux en France ainsi que des expériences étrangères en la matière ;
- s'interroger sur la nécessité d'accorder un statut spécifique à ce type d'analyse et d'établir un cadre réglementaire de nature à encourager son développement dans des conditions économiques viables, en liaison avec les différents acteurs de la place.

Ces propositions seront ensuite soumises au collège puis à consultation publique, dans le courant du premier trimestre 2005.

¹ The Joint Forum (2004) : « Credit Risk Transfer ».

² Les entités ou personnes soumises au contrôle par l'AMF du respect de leurs obligations professionnelles sont mentionnées au II de l'article L. 621-9, alinéa 1° les PSI agréés ou exerçant leur activité en France : ce sont les employeurs des analystes « sell side », alinéa 7° les organismes

de placement collectif et leurs sociétés de gestion : ce sont normalement les employeurs des analystes « buy side » et alinéa 11° ; les personnes autres que celles mentionnées au 1° et 7°, produisant et diffusant des analyses financières : ce sont les analystes indépendants.

³ Composition du groupe de travail : Président, Jean de Demandolx Dedons, membre du collège de l'AMF. Membres : Alain Cazalé, SFAF ; Yasmîna Galle, Euronext ; Jérôme Chosson, ID Mid Caps ; Philippe Dujardin, PHD Aset Management ; Hubert Jousset, Gestion Financière Privée ; Alain Leclair, AFG ; Didier

Le Menestrel, Financière de l'Echiquier ; Caroline Millot, L'Oréal ; François-Xavier Pietri, La Tribune ; Jean-Pierre Pinatton, AFEI ; Florence Triou, Compagnie de St Gobain ; Bruno Van Ryb, Middlednext.

4 Le groupe de travail sur l'évaluation financière

Les sociétés cotées, font appel, dans de multiples cas de figure, aux techniques d'évaluation financière notamment pour des opérations de croissance externe. Par ailleurs, l'adoption des normes comptables internationales (IFRS) devrait également renforcer l'utilisation de ces techniques pour la comptabilisation de certains actifs corporels et incorporels des sociétés.

Durant ces dernières années, l'AMF est déjà intervenue régulièrement sur le thème de l'évaluation financière et a publié plusieurs textes sur le sujet concernant différentes catégories d'opérations. Des réflexions sont par ailleurs menées actuellement au sein des associations professionnelles. En outre, la directive européenne relative aux offres publiques d'acquisition, qui devra être transposée au plus tard en mai 2006, ne manquera pas d'entraîner certaines modifications du droit français des offres, y compris sur ce sujet.

Dans ce contexte, il a été demandé à Jean-Michel Naulot, membre du Collège de l'AMF, de présider un groupe de travail⁽¹⁾, représentant l'ensemble des métiers qui interviennent dans le cadre de l'évaluation financière.

Ce groupe, qui s'est réuni pour la première fois le 23 novembre 2004, avait pour objectif de procéder à une analyse approfondie du sujet de l'évaluation financière. Ces travaux ont été alimentés par l'analyse des expériences étrangères et des meilleurs standards internationaux.

Le groupe de travail s'est concentré dans un premier temps sur un aspect particulier de l'évaluation, celui de l'expertise indépendante afin de :

- clarifier la notion d'expertise indépendante, préciser les types de professionnels habilités à procéder à ces expertises ainsi que les modalités de contrôle de cette activité par l'AMF ;
- analyser les cas dans lesquels l'intervention d'une expertise indépendante pourrait être rendue obligatoire, en plus du cas des OPRO ;
- étudier l'évolution récente des méthodes d'évaluation les plus utilisées afin de déterminer celles qui paraissent les plus objectives et permettre ainsi d'actualiser les textes de l'AMF sur le sujet.

Le 13 avril 2005, le groupe a rendu ses conclusions en publiant 25 recommandations pour améliorer l'information et la protection des actionnaires minoritaires dans le cadre d'opérations financières⁽²⁾.

- Les principales recommandations sont les suivantes :
- la définition de principes fondamentaux applicables à l'expertise indépendante. Le groupe de travail souhaite accroître le rôle et les responsabilités du conseil d'administration de la société visée qui, contrairement à la situation actuelle, nommerait l'expert indépendant et serait chargé de suivre le bon déroulement de l'évaluation. L'indépendance de l'expert devrait être garantie par l'absence de tout lien avec la société initiatrice et ses banques conseils et de tout intérêt significatif dans le succès de l'opération. L'expertise indépendante devrait reposer sur un travail complet intégrant une évaluation et non sur une simple appréciation des travaux de la banque conseil de l'initiateur ;
 - l'extension du champ d'application de l'évaluation indépendante à plusieurs opérations en plus du retrait obligatoire, notamment aux offres publiques d'achat ou d'échange simplifiées volontaires, aux fusions et aux offres dans lesquelles il existe des avantages connexes ;
 - le renforcement des obligations de transparence avec notamment la mise en place de chartes d'éthique, de procédures de contrôle interne et d'un contrôle de qualité obligatoire au travers de comités d'attestation d'équité. Les experts seraient soumis dès lors à un contrôle *a posteriori* de l'AMF ;
 - la mise en œuvre de différentes méthodes d'évaluation en tenant compte du nouveau cadre réglementaire européen et comptable.

Les recommandations issues du rapport présenté au Collège de l'AMF le 31 mars 2005 ont été soumises à la consultation du public dans les semaines qui ont suivi.

5 Le groupe de travail sur l'éducation des investisseurs

L'innovation financière et son corollaire, l'enrichissement de l'offre de produits d'épargne mais également sa plus grande complexité, suscitent un besoin d'information financière et de formation auprès des individus. C'est dans ce contexte que l'AMF a décidé de mettre en place un groupe de travail sur l'éducation financière des investisseurs. Ce groupe, présidé par Jean Claude

¹ Composition du groupe de travail : Président, Jean-Michel Naulot, membre du Collège de l'AMF. Membres : Jean-François Biard (BNP Paribas), Franck Ceddaha (Odo Corporate Finance),

Jean-Pierre Colle (RSM Salustro Reydel), François Kayat (CSFB), Ross Mc Innes / Sylvie Lucot (Thales), Alain Marcheteau (SNECMA), Jean-Louis Mullenbach (Bellot Mullenbach & Associés),

Colette Neuville (Adam), Maurice Nussenbaum (Sorgem Evaluation, Université Paris 9 Dauphine), Fabrice Rémon (Démior), Jean-Florent Rérolle (SFEV), Thierry Vassogne (Linklaters),

Jean-Noël Vieille (SFAF, Aurel Leven Gestion).

² Rapport du 13 avril intitulé « Pour un renforcement de l'évaluation financière indépendante dans le cadre des offres publiques et des rapprochements des sociétés cotées » publié dans la revue mensuelle n° 13 d'avril 2005.

Mothié et Claire Favre, membres du Collège, est composé d'une vingtaine de participants issus des différentes organisations impliquées dans la formation financière des épargnants⁽¹⁾.

Constitué en septembre 2004, les premiers travaux du groupe ont consisté à mieux cerner les besoins des épargnants français en termes de formation financière, notamment à partir d'un sondage effectué par TNS Sofres et commandé par l'AMF. Les résultats⁽²⁾ de ce sondage montrent tout d'abord que les Français sont globalement peu familiers des problématiques financières. Ainsi, les trois quarts des personnes interrogées pensent que leur niveau de connaissances financières n'est pas suffisamment élevé pour lire la presse financière ; plus de 50 % des personnes interrogées ne s'estiment pas assez armés pour choisir un produit financier sur lequel investir, ou même en discuter avec des amis. Une autre information donnée par ce sondage est que les Français comparent peu les produits offerts par les différents intermédiaires financiers. Ainsi, seulement un Français sur trois détenant des placements financiers met en concurrence les établissements financiers au moment de souscrire à une assurance-vie ou à un produit d'épargne retraite. Enfin, il s'avère que les Français sont favorables à l'idée de promouvoir une éducation financière. Pour 82 % des personnes interrogées, cette éducation financière doit être dispensée au collège ou au lycée.

Les travaux effectués par le groupe de travail pour recenser les formations actuellement existantes montrent que l'offre de formation est en France assez développée. Toutefois, elle touche un public quantitativement limité et déjà soucieux de s'informer. Il semble donc qu'un effort doit être entrepris pour que l'offre de formation puisse satisfaire un objectif d'éducation à plus grande échelle. L'ensemble de ces réflexions devrait permettre au groupe de travail de déboucher, dans le courant de l'année 2005, sur des propositions concrètes en matière d'actions de formation et d'information.

C Le conseil scientifique

Suivant la tradition de la COB, l'AMF a mis en place un conseil scientifique, composé de vingt et une personnalités reconnues du monde académique et financier provenant d'universités, de grandes écoles et de centres de recherche publics ou privés. L'AMF l'a

voulu largement ouvert à l'international, grâce à la présence de plusieurs chercheurs étrangers de grande renommée.

Le conseil scientifique a une triple vocation :

- améliorer l'information du régulateur sur les réflexions académiques en cours dans le domaine financier ;
- identifier de façon prospective les évolutions et les sujets susceptibles d'impacter les champs d'activité de l'AMF ;
- initier ou participer à des travaux de recherche en ligne avec les préoccupations du régulateur.

► Composition du conseil scientifique

Michel Aglietta (Université de Paris-X Nanterre), Michel Albouy (Université Grenoble PMF -ESA), Noël Amenc (EDHEC), Patrick Artus (IXIS-CIB), Christian de Boissieu (Université Paris - I), François Champarnaud (Agence des participations de l'État) ; Jean-Michel Charpin (INSEE), Olivier Davanne (Associé DPA Conseil), Thierry Foucault (HEC), Olivier Garnier (Société Générale Asset Management), Édith Ginglinger (Université Paris-Dauphine), Christian Gourieroux (Université Paris IX et ENSAE), Ruben Lee (Oxford Finance Group), Jean François Lepetit (Administrateur, BNP Paribas), François-Serge Lhabitant (Union Bancaire Privée), Albert Menkveld (Vrije Universiteit Amsterdam), André Orlean (CNRS), Olivier Pastré (Université Paris-VIII, GP Banque), Benn Steil (Council on Foreign Relations), Marc-Olivier Strauss-Kahn (Banque de France), Xavier Vives (INSEAD).

Le conseil scientifique se réunit trois fois par an. Les deux premières réunions se sont tenues aux mois de septembre et de décembre 2004. La réunion de septembre, inaugurale, a été l'occasion d'élaborer un programme de travail pour l'année 2005. Pour l'essentiel, ce programme s'organise autour des questions relatives à l'épargne retraite, à l'évolution de long terme du prix des actifs financiers, au rôle des investisseurs institutionnels dans le gouvernement des entreprises, et enfin à l'information comptable et financière. Noël Amenc a également présenté lors de cette séance ses travaux sur la mesure de la performance et du risque dans la gestion d'actifs financiers pour le compte de tiers, avec un focus particulier sur les fonds de gestion alternative.

¹ Assemblée des chambres françaises de commerce et d'industrie (ACFCI), Association française des entreprises d'investissement (AFEI), Association française de la gestion financière (AFG), Association pour la promotion de l'actionnariat individuel (APAI), Autorité des marchés financiers

(AMF), Banque de France, Comité d'investisseurs particuliers, Euronext - L'Ecole de la Bourse, Fédération des associations indépendantes de défense des épargnants pour la retraite (FAIDER), Fédération française des associations d'actionnaires salariés et anciens salariés

(FAS), Fédération bancaire française (FBF), Fédération française des clubs d'investissement (FFCI), Fédération française des sociétés d'assurance (FFSA), CLIFF (Cercle de liaison des informateurs financiers français), Institut national de la consommation (INC), Jean Pierre Gaillard (journaliste),

Ministère de l'économie, des finances et de l'industrie, Ministère de l'éducation nationale, Ministère du travail, Paris Europlace, Société française des analystes financiers (SFAF).

² Résultats consultables sur le site Internet de l'AMF <http://www-amf-france.org>

7 L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS ET LE PUBLIC

La séance de décembre a débuté par la présentation d'une étude réalisée par Patrick Artus et Jérôme Teiletche sur le thème de l'impact de l'activité des agences de notation sur les marchés d'actifs. Suscités par l'AMF, qui a en charge de publier chaque année un rapport sur les agences de notation, les travaux présentés par ces deux chercheurs ont permis de mettre en évidence le rôle des décisions d'agence (changement de note ou mises sous surveillance d'un émetteur) dans la fixation du cours des actions sur le marché français. Il s'agit d'un travail précurseur, la quasi-totalité des études académiques réalisées à ce jour se concentrant sur les marchés de titres d'Amérique du Nord. La séance s'est achevée par une présentation de Ruben Lee sur le thème de la gouvernance des infrastructures de marché.

3 Les actions pédagogiques et l'information du public

L'Autorité des marchés financiers protège les intérêts des investisseurs en assurant un rôle de pédagogie. Pour ce faire l'AMF met à la disposition des investisseurs et épargnants un certain nombre d'outils tels que son site Internet, des publications pédagogiques sous forme de fiches, livrets et de « foires aux questions », la parution d'une revue mensuelle, etc. Elle participe aussi à de nombreuses manifestations et débats publics en France et à l'étranger : forum, salons, colloques⁽¹⁾.

Le régulateur organise également chaque année des rencontres avec les professionnels de la place – Entretiens de l'AMF, Journée des RCSI⁽²⁾ – et des conférences à destination de la presse et des professionnels pour expliquer les évolutions réglementaires et les novations en matière de régulation financière. Pour répondre aux différentes questions que peuvent se poser les épargnants et les professionnels, l'AMF met également à la disposition du public la permanence téléphonique de son centre de documentation ainsi que celle de la direction juridique.

Enfin, l'AMF dispose également d'un réseau décentralisé dans les régions via les représentations de la Banque de France où les personnes peuvent venir se procurer des publications et informations relatives à l'AMF et ses missions.

A Le site Internet

Pour protéger les intérêts des investisseurs, l'AMF met à la disposition du public sur son site Internet :

- une vingtaine de guides pédagogiques expliquant le fonctionnement des marchés financiers, les différents produits et les règles d'or à respecter pour pouvoir gérer au mieux son épargne (Accueil AMF > Publications) ;

- une base de données recueillant tous les documents d'information des sociétés cotées diffusés sous le contrôle de l'AMF (Accueil AMF > Décisions & informations financières) ;
- la liste des OPCVM agréés par l'AMF, assortie de leurs prospectus et des valeurs liquidatives (Accueil AMF > OPCVM & produits d'épargne).

Le site Internet de l'AMF remplit deux fonctions majeures :

- rendre l'information plus accessible à l'internaute, notamment à l'épargnant, dont l'AMF veut faire un interlocuteur privilégié,
- rendre la navigation plus agréable et plus intuitive.

Il propose des entrées par profil d'internaute : l'épargnant dispose, depuis la page d'accueil, d'un accès direct et simplifié aux informations le concernant (conseils pratiques, mises en garde, guides pédagogiques, informations sur le service de médiation, etc.), ainsi qu'un lien sur l'Espace de l'épargnant, au sein duquel sont réunies toutes les informations disponibles sur le site intéressant l'épargnant ;

le professionnel peut choisir, dès la page d'accueil, de n'avoir accès qu'à l'information utile pour exercer son activité qu'il soit émetteur, prestataire ou responsable du contrôle des services d'investissement/déontologue.

La rubrique « prestataires » permet de trouver une description des principaux prestataires : prestataires de services d'investissement, teneurs de compte-conservateurs, participants aux systèmes de règlement-livraison, ainsi qu'un accès aux listes : des sociétés de gestion agréées, des autres prestataires de services d'investissement agréés et des participants aux systèmes de règlement-livraison.

¹ 133 participations en 2004.

² Responsable du contrôle des services d'investissement.

Deux nouvelles rubriques ont vu le jour au cours de l'été 2004 :

« Consultations » : où sont publiées et classées thématiquement, les consultations ainsi que les synthèses des réponses des consultations lancées par l'AMF, et anciennement par la COB ou le CMF.

« CIF et démarcheurs » : qui donne accès à une description de ces nouveaux statuts et qui permet depuis avril 2005 d'accéder au fichier répertoriant les démarcheurs financiers.

Les listes de diffusion permettent toujours aux internautes de s'abonner aux mises en ligne de nouvelles informations sur le site.

Enfin, le site Internet de l'AMF est disponible en anglais.

Site <http://www.amf-france.org>

B Le centre de documentation et d'information du public

Le centre de documentation et d'information (CDI) du public est ouvert à toute personne quel que soit son statut (professionnel, étudiant ou particulier), ayant besoin de faire une recherche sur les domaines d'activité de l'AMF et sur les sociétés cotées sur les marchés réglementés français.

1 La mission du centre

En sus de son rôle interne, le centre de documentation a pour fonctions de répondre aux demandes d'information faites par téléphone, par courriel ou par courrier et de recevoir sur rendez-vous les personnes recherchant des informations non accessibles sur le site Internet de l'AMF (ancienne réglementation, archives COB et CMF, prospectus visés non disponibles en ligne, etc.).

À la suite du développement et l'enrichissement du site Internet, il a été décidé, en octobre 2004, de réaménager les conditions d'accueil sur place au centre de documentation afin de privilégier la qualité et l'efficacité de l'accueil téléphonique ainsi que le suivi des messages électroniques.

Le centre de documentation réoriente au besoin certaines personnes sur les services opérationnels de l'AMF et sur les permanences spécialisées de la direction juridique et du service de la médiation.

2 Le fonds documentaire

Pour répondre aux demandes du public, les documentalistes ont accès à une base documentaire électronique (WICDIP), actualisée chaque semaine, et proposant plus de 40 000 références. Ils peuvent aussi consulter 1 100 dossiers thématiques et historiques, alimentés jusqu'en 2001 et se référer à 5 000 ouvrages spécialisés sur les mécanismes boursiers, les marchés financiers, le droit de la bourse et des sociétés, la réglementation financière internationale, la gestion collective, les nouveaux produits financiers. 340 titres de périodiques et cédroms boursiers, financiers, juridiques et économiques sont également disponibles.

3 Les services offerts

En réponse aux demandes, le centre de documentation fournit des renseignements tels que des coordonnées d'organismes, de sociétés ou de sites Internet. Le cas échéant, le CDI réoriente vers des centres de documentation extérieurs spécialisés. Sur demande, des documents (notes d'information, avis divers, valeurs liquidatives d'OPCVM, cours de bourse et brochures pédagogiques) peuvent être envoyés par courriel, fax ou courrier, tous les interlocuteurs n'ayant pas d'accès à Internet.

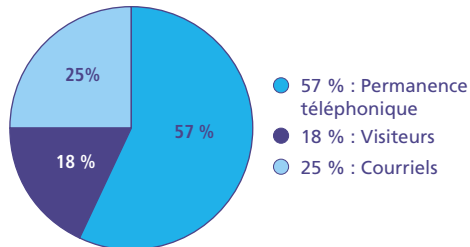
Pour les internautes éprouvant des difficultés à trouver des réponses à leurs questions, le CDI fournit une aide pédagogique sur l'utilisation du site Internet de l'Autorité et le cas échéant sur d'autres sites comme ceux d'Euronext ou de la Banque de France.

L'envoi de bibliographies (références d'articles de revues et d'ouvrages) sur des thèmes relevant du domaine financier aide les étudiants dans la rédaction de leur mémoire ou les professionnels dans l'exercice de leur activité.

En 2004, le centre de documentation a reçu 1 164 visiteurs. Les principaux documents consultés sur place sont les prospectus et notes d'information visés de 1968 à 1999 et non disponibles en texte intégral sur le site Internet de l'AMF. Ils sont consultables soit sur microfiche soit sur format électronique.

7 L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS ET LE PUBLIC

Prestations fournies par le centre de documentation



Source : AMF

Le centre de documentation a répondu à 3 831 demandes téléphoniques, chiffre relativement stable depuis 2002.

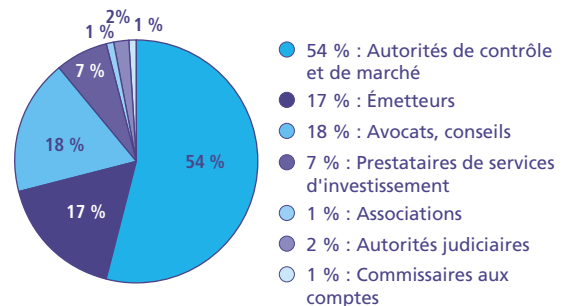
Les réponses aux questions par écrit continuent de progresser de l'ordre de 29 % en 2004, avec 1 629 courriels et 28 courriers. Avec le développement des messageries, on constate une nette diminution des demandes par lettre. Ces prestations (réponses téléphoniques et courriels) permettent aux interlocuteurs de joindre le CDI quels que soient l'heure et leur lieu de résidence.

C Le traitement des demandes des professionnels

En complément du service de la médiation et du centre de documentation, la direction des affaires juridiques répond aux demandes de consultations émanant des professionnels. Elle assure également une permanence téléphonique.

Au cours de l'année 2004, les équipes de la direction des affaires juridiques (DAJ) ont répondu à 1 945 demandes de consultation et, lors des permanences téléphoniques, elles ont par ailleurs répondu à 1 326 appels émanant de professionnels.

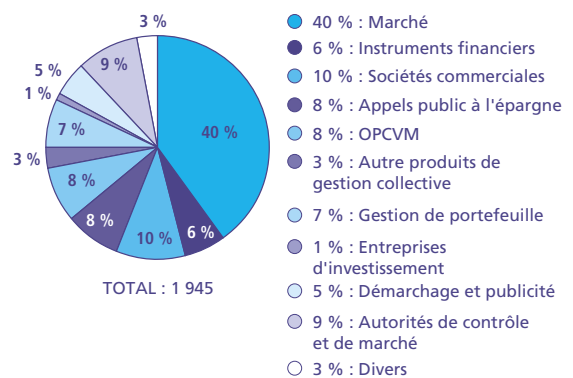
Répartition des demandes de consultations traitées par la DAJ en 2004 par profil



TOTAL : 1 945

Source : AMF

Répartition thématique de demandes de consultations traitées par la DAJ en 2004



TOTAL : 1 945

Source : AMF

D La coopération avec la Banque de France

Les relations entre la Banque de France et l'Autorité des marchés financiers sont très étroites. Elles se traduisent d'abord par des participations croisées. Un représentant du gouverneur de la Banque de France siège au collège de l'AMF. À l'inverse, le Président de l'AMF est membre du Comité des entreprises d'investissement et des établissements de crédit (CECEI). La collaboration entre services, en particulier avec la Commission bancaire, est ancienne dans les domaines de l'information financière du secteur bancaire. Elle s'appuie sur des échanges de rapports ou de points de vue, sur des détachements réciproques d'équipes spécialisées ou d'agents.

La coopération régionale est tout aussi importante. Les directeurs régionaux de la Banque sont délégués régionaux de l'AMF (et auparavant de la COB) en

application d'une convention dont la signature date de 1991. Ainsi, à travers eux, l'AMF est en mesure de collecter une information locale sur la commercialisation de produits financiers, le démarchage financier ou le conseil en investissements. Plusieurs délégations de la Banque de France disposent également d'un centre de documentation ouvert au public. Elles mettent à disposition, pour consultation sur place, les publications de l'institution et souvent des informations sur les sociétés cotées.

Liste des délégations

Amiens	03 22 82 28 00
Caen	02 31 38 33 00
Châlons-sur-Marne	03 26 66 71 00
Dijon	03 80 40 41 41
Lille	03 20 40 47 47
Limoges	05 55 11 53 00
Lyon	04 72 41 25 25
Marseille	04 91 04 10 10
Metz	03 87 39 94 00
Nantes	02 40 12 53 53
Orléans	02 38 77 78 78
Rennes	02 99 25 12 12
Toulouse	05 61 61 35 35

Source : AMF

Enfin, dans le cadre de la réforme du démarchage, un fichier centralisé⁽¹⁾ des démarcheurs tenu conjointement par le Comité des entreprises d'assurances (CEA), le CECEI et l'AMF a été créé ; il est géré par la Banque de France et accessible depuis le site de l'AMF notamment.