

CHAPITRE 8

L'AMF et les professionnels

1 – La concertation avec la Place	263
2 – Le Conseil scientifique	270
3 – Les actions de formation et d'information	272
4 – La coopération avec la Banque de France	272

1 – La concertation avec la Place

A – Le point sur la démarche « pour une meilleure régulation »

En 2006, à l'issue d'une large consultation de place, l'AMF a pris une série d'engagements dans le cadre de sa démarche « pour une meilleure régulation ».

Il s'agit de concevoir une manière de proportionner à leurs enjeux les actions du régulateur pour assurer la protection de l'épargne, le bon fonctionnement et l'intégrité du marché, sans handicaper l'efficacité et la compétitivité de la Place et de ses différents secteurs d'activité.

À l'issue des deux premières années de mise en œuvre de cette démarche, l'AMF a soumis à l'appréciation de ses interlocuteurs un premier bilan des actions entreprises combiné à une présentation de son programme de travail pour les deux prochaines années.

Diffusé le 25 avril 2008, ce document⁽¹⁾ présente :

- > un premier bilan de la démarche « pour une meilleure régulation », engagement par engagement ;
- > les réformes internes entreprises à l'AMF ;
- > la mesure des résultats atteints ;
- > les prochaines étapes de la démarche « pour une meilleure régulation » ;
- > le programme de travail à deux ans en matière de régulation financière.

Les étapes annoncées en 2007 et réalisées en 2008, qui sont présentées de manière détaillée dans d'autres parties de ce rapport, concernent en particulier l'adaptation des procédures et des textes pour les prestataires de petite taille et la publication d'un recueil des décisions de la Commission des sanctions et des juridictions de recours.

Au-delà des mesures adoptées ces deux dernières années, les orientations d'ensemble qui sous-tendent la démarche de meilleure régulation sont devenues des préceptes quotidiens dans la gestion opérationnelle de la régulation : optimiser les moyens d'action et les proportionner aux enjeux, adapter les textes et les procédures à la diversité et à l'évolution des situations, appliquer les textes européens de manière cohérente avec l'approche des homologues de l'AMF, mieux évaluer l'impact de notre régulation.

B – Les travaux des Commissions consultatives⁽²⁾

1 > La Commission consultative Opérations et information financières des émetteurs

Composition :

Yves Mansion, président

Bernard Field, vice-président

Olivier Assant (Bredin Prat), Olivier Azières (Cabinet Azières Conseil), Jean-François Biard (BNP Paribas), Philippe Bougon (Schneider Electric), Jean-Régis Carof (L'Oréal), Franck Ceddaha (Oddo Corporate Finance), Jean Cedelle (Calyon), Martine Charbonnier (NYSE Euronext Paris), Christophe Clerc (Marccus Partners), Marie-Noëlle Dompé (Darrois), France Drummond (université Paris II), André Dupont-Jubien (Lazard Frères et Cie), Jacques Espinasse (administrateur), Frédéric Gasnier (Léger et Associés), John Glen⁽³⁾, Philippe d'Hoir (Fidal), Christian Labeyrie (Vinci), Philippe Lagayette (JP Morgan), Michel Léger (Léger et Associés), Alain de Marcellus (Cap Gemini), Patrice Marteau (Acteo), Marie-Christine de Nayer (Freshfields), Hervé Philippe (Havas), Gilles Requillart (PSA Peugeot Citroën), Jacques Rossi (Cabinet Rossi), Eliane Rouyer (Accor/CLIFF), Lionel Verdouck (Bouygues), Caroline Weber (Middlenext).

(1) Disponible sur le site internet de l'AMF, rubrique « Consultations > AMF ».

(2) Les travaux de la Commission Epargnants sont traités au sein du chapitre 7 du présent rapport « L'AMF et les épargnants », page 237.

(3) A quitté la Commission Emetteurs au second semestre 2008.

La Commission consultative Opérations et information financières des émetteurs (Commission Emetteurs) s'est réunie à neuf reprises au cours de l'année 2008.

En début d'année, son avis a été recueilli sur des propositions de modifications de procédures internes à l'AMF relatives à l'instruction de dossiers : l'une portant sur l'amélioration de la prévisibilité de la procédure de visa des prospectus d'opérations financières *via* l'introduction d'une procédure simplifiée, l'autre relative à la politique de contrôle des documents de référence.

Elle a décidé, lors de sa séance de mars 2008, de mettre en place un sous-groupe de travail ayant pour mission de recenser les sujets relatifs à l'appel public à l'épargne afin de faire des propositions concrètes au Collège de l'AMF ainsi qu'au Gouvernement dans le cadre de la loi de modernisation de l'économie.

La Commission Emetteurs a également été consultée sur les modifications à apporter au règlement général de l'AMF concernant, d'une part, les règles applicables aux interventions sur les titres concernés par une offre en période d'offre publique d'acquisition et, d'autre part, les rachats d'actions. Elle a également été consultée sur la proposition de suppression de la procédure de garantie de cours sur un marché réglementé et de redéfinition de celle-ci sur un marché organisé.

Elle a, par ailleurs, formulé des remarques sur le rapport du groupe de travail sur les franchissements de seuil de participation et les déclarations d'intention⁽⁴⁾ ainsi que sur les dispositions du projet d'ordonnance du gouvernement portant sur ces points.

Parallèlement, la Commission Emetteurs a été étroitement associée aux travaux menés par l'AMF visant à clarifier ses textes et, notamment, certaines de ses positions doctrinales sur les opérations et l'information financières. Son avis a été recueilli, notamment, sur les thèmes suivants : actualisation des questions-réponses sur les déclarations des dirigeants ainsi que celles sur les obligations d'information financière des sociétés cotées sur Euronext Paris ; propositions d'assouplissement des règles du marché réglementé à l'occasion des introductions en bourse ; recommandations sur l'information financière trimestrielle ; recommandations en vue de l'arrêté des comptes 2008 ; mise à jour de l'interprétation AMF sur l'information à donner sur les rémunérations des dirigeants dans les documents de référence.

Enfin, aux mois d'octobre et de décembre 2008, la Commission Emetteurs a examiné le projet de rapport de l'AMF 2008 sur le gouvernement d'entreprise et les procédures de contrôle interne – publié en novembre 2008⁽⁵⁾ – et celui sur les agences de notation – publié en janvier 2009⁽⁶⁾.

2 > La Commission consultative Organisation et fonctionnement du marché

Composition :

Jean-Michel Naulot, président

Jean-Pierre Pinatton, vice-président

Jean-François Bay (Seeds Finance), Jean-François Biard (BNP Paribas), Françoise Bonfante (UBS Securities France SA), Jean-Pierre Bornet (Banque fédérale des Banques Populaires), Alban Caillemer du Ferrage (Gide Loyrette Nouel), Didier Demeestere (Amplégest), Gérard Harlin (AXA), William Higgons (Siparex), Catherine Langlais (NYSE Euronext), Jean Bernard Laumet (HSBC Securities (France), Patrice Marteau (Acteo), Hubert Massiet du Biest (LCL Crédit Lyonnais), Jean-Pierre Mattout (Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP), Alain Moynot (SCS Almo Finances), Christian Nesi (Banque de France), Bertrand Patillet (CA Cheuvreux SA), Hubert de Vauplane (Calyon).

(4) Groupe de travail présidé par Bernard Field, cf. *supra*, page 100.

(5) Cf. *supra*, page 117. Rapport disponible sur le site internet de l'AMF, rubrique « Publications > Rapports annuels > Rapports contrôle interne et gouvernement d'entreprise ».

(6) Disponible sur le site internet de l'AMF, rubrique « Publications > Rapports annuels > Rapports agences de notation ».

1

2

3

4

5

6

7

8

La Commission consultative Organisation et fonctionnement du marché s'est réunie neuf fois au cours de l'année 2008.

La Commission a eu à examiner, en seconde lecture, le projet de modification du règlement général de l'AMF portant sur la gestion des informations privilégiées et les restrictions applicables au sein des prestataires de services d'investissement ainsi que le projet de modification du règlement général portant sur les interventions sur les titres concernés par une offre publique d'acquisition. Ce dernier projet, qui a suscité de nombreuses réactions lors de la consultation de Place, a fait l'objet d'un débat au sein de la Commission consultative avant sa mise en consultation et dans la phase finale de son élaboration.

La Commission a par ailleurs examiné un projet de modification de l'instruction relative à la déclaration à l'AMF d'opérations suspectes, destiné à préciser les informations à faire figurer dans le formulaire de déclaration. Ce texte a donné lieu à un débat vif mais constructif sur les diligences attendues de la part des prestataires de services d'investissement dans l'établissement des déclarations de soupçons.

En lien avec la transposition récente de la directive MIF et avec l'initiative prise par l'AMF de publier sur son site internet une foire aux questions MIF⁽⁷⁾, deux séries de questions-réponses ont été soumises à la Commission consultative. Les questions-réponses portant sur la définition des transactions personnelles, la catégorisation et l'évaluation des clients ou encore la notion d'exécution simple appliquée aux ordres de bourse avec service de règlement différé ont plus particulièrement retenu l'attention de la Commission.

Euronext Paris a par ailleurs continué à développer des initiatives visant à répondre au développement de la concurrence dans l'univers *post*-MIF. La Commission a eu un long échange sur le nouveau modèle de marché pour les warrants proposé par Euronext, projet qui a été revu par Euronext pendant l'été afin de tenir compte des remarques formulées par la Commission consultative lors d'un premier examen. Le nouveau type d'ordres et les nouvelles modalités de gestion des seuils de réservation afférent à la mise en place de la nouvelle plate-forme de négociation UTP (*Universal Trading Platform*) sur Euronext (décembre 2008 pour les obligations, février 2009 pour les actions et les ETF) ont été également examinés par la Commission.

La Commission a enfin été saisie, pour avis, du projet de rapport de la mission d'étude confiée à Jean-Pierre Pinatton sur la certification professionnelle des acteurs de marché⁽⁸⁾ ainsi que du projet de rapport du groupe de travail, présidé par M. Bernard Field, sur les franchissements de seuils de participation et les déclarations d'intention⁽⁹⁾.

3 > La Commission consultative Activités de gestion financière

Composition :

Philippe Adhémar, président

Jean-Pierre Hellebuyck, vice-président

Francis Ailhaud (Groupama Asset Management), Christian Boisson (Crédit Agricole Asset Management), Dominique Carrel-Billard (AXA-IM), Raymond de Courville (AM Capital), Gilles Glicenstein (BNP Paribas Asset Management), Guillaume Jalenques de Labeau (SPGC⁽¹⁰⁾), Pierre Jolain (Haas gestion), Jean-Louis Landais (Banque de France), Gérard Pfauwadel (Unigestion AM), Alain Pietrancosta (université Paris I Sorbonne), Hélène Ploix (Pechel Industries), Bruno Prigent (Société Générale), Antoine de Salins (FRR⁽¹¹⁾), Patrick Sellam (Cabinet Patrick Sellam), Etienne Stofer (CRPN⁽¹²⁾).

(7) Rubrique « Textes de référence > Positions AMF ».

(8) Cf. *infra*, page 272 et le site internet de l'AMF (www.amf-france.org), rubrique « Consultations > Consultations AMF > Sujets autres ».

(9) Disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org), rubrique « Consultations > Consultations AMF > Sujets autres ».

(10) Société privée de gestion et de conseil.

(11) Fonds de réserve pour les retraites.

(12) Caisse de retraite du personnel navigant.

La Commission consultative Activités de gestion financière est le lieu d'un dialogue avec la Place où sont présentés différents acteurs professionnels : non seulement des gérants d'actifs, mais aussi des dépositaires et des investisseurs institutionnels. Elle a poursuivi ses travaux en 2008 au travers de neuf réunions.

La dimension européenne des évolutions réglementaires a été particulièrement marquée dans les travaux de cette Commission en 2008, puisque celle-ci s'est penchée sur la réponse à donner à l'appel à contributions de la Commission européenne sur les produits substituables, sur le rapport du groupe de travail de la Commission européenne sur les fonds immobiliers dans l'Union, sur les conditions d'une supervision efficace d'un passeport de la société de gestion dans le contexte de la finalisation puis de l'adoption de la directive OPCVM IV, ainsi que sur les conséquences de la directive MIF sur les promoteurs et les distributeurs d'OPCVM, et sur des questions techniques touchant à l'éligibilité de certains produits dérivés à l'investissement des OPCVM coordonnés. Elle a, en outre, suivi les travaux du CESR sur le passeport de la société de gestion, tout comme ceux relatifs au contrôle des risques dans les sociétés de gestion.

La Commission a, par ailleurs, été consultée sur les principales évolutions de la réglementation dans ses domaines de compétence. On peut citer, parmi un grand nombre de sujets, les projets d'instructions en matière de gestion des organismes de placement collectif en immobilier (OPCI), la mise en œuvre des modifications du cadre réglementaire de la gestion alternative, la mise en œuvre de la réforme de la procédure d'agrément des OPCVM, les modifications en matière de gestion d'actifs introduites dans la loi de modernisation de l'économie, l'adaptation du règlement général de l'AMF en matière de périodicité de calcul de la valeur liquidative des OPCVM, le projet de modification du code monétaire et financier relative à la mise en place d'une procédure d'identification des porteurs ou actionnaires d'un organisme de placement collectif.

Les travaux de la Commission ont également revêtu une dimension stratégique. Ainsi, un débat de fond a été mené sur plusieurs séances sur les conséquences et les enseignements à tirer de la crise financière en ce qui concerne la gestion d'actifs.

La Commission s'est également prononcée sur des projets menés par l'AMF, tels que le projet d'instruction relative à la commercialisation des OPCVM par les sociétés de gestion ou le projet de nouveau dossier type d'agrément des sociétés de gestion.

L'articulation des travaux de la Commission avec les groupes de travail dédiés à des sujets précis présentant des enjeux pour la gestion a été assurée par le biais de points d'étape réguliers avec les animateurs de ces groupes : tel a été le cas du groupe de travail sur l'agrément des OPC grand public présidé par MM. Adhémar et Hellebuyck et de la mission de réflexion menée par M. de Demandolx Dedons en matière d'adaptation des exigences de l'AMF aux sociétés de gestion et autres prestataires de services d'investissement de petite taille.

4 > La Commission consultative Activités de compensation, de conservation et de règlement-livraison

Composition :

Dominique Hoenn, président

Jean de Demandolx Dedons, vice-président

Robet Baconnier (ANSA), Philippe Castelaneli (HSBC Bank PLC), Emmanuel de Fournoux (AFEI)⁽¹³⁾, Michel Germain (université Paris II), Christophe Hémon (LCH.Clearnet SA), Anne Landier Juglar (CACEIS), Philippe Langlet (Société Générale), Christophe Lepitre (ADI Alternative Investments), Yvon Lucas (Banque de France), Guy Mengin (Crédit Suisse), Daniel Mesure (Crédit Agricole Titres),

(13) Association française des entreprises d'investissement.

Philippe Pauzet (Arlis), Marcel Roncin (AFTI), Yann de Saint-Meleuc (Groupama Asset Management), Pierre Slechten (Euroclear France).

La Commission s'est réunie deux fois au cours de l'année 2008.

Elle a examiné un projet de modification du règlement général de l'AMF relative aux teneurs de comptes conservateurs, modification s'inscrivant dans un souci de mise en cohérence avec la nouvelle rédaction du livre III du règlement général, relatif aux prestataires, issue de la transposition de la directive MIF. Les remarques formulées sur l'architecture du texte ont été prises en compte. S'agissant des changements de fond proposés, et notamment l'introduction d'une mention spécifique de la tenue de compte flux et de la tenue de compte d'instruments financiers à terme, la Commission consultative a recommandé d'engager un dialogue avec les associations professionnelles (AMAFI, AFTI). Ce dialogue, qui s'est poursuivi pendant l'été, n'a toutefois pas permis de parvenir à un accord sur un texte à fin 2008.

La Commission a également été saisie de la question de la responsabilité du dépositaire central en matière de traitement des opérations sur titres lorsque les modalités d'une opération sur titres en France sont susceptibles d'être non conformes au regard du droit applicable. Comme l'avait suggéré la Commission, la discussion a été élargie aux associations professionnelles concernées. Si la responsabilité première de l'émetteur a été rappelée avec force par tous les participants, il n'est en définitive pas apparu opportun de modifier le règlement général de l'AMF à ce sujet.

Deux représentants de la Commission européenne (Direction générale marché intérieur et services) ont par ailleurs été conviés à faire une présentation des projets de révision des directives Collatéral et Finalité des paiements aux membres de la Commission consultative. Un point a également été fait sur les discussions en cours en matière d'harmonisation du droit des titres.

C – Les travaux des groupes de Place

1 > L'admission aux négociations d'obligations islamiques (*sukuk*) sur un marché réglementé français

L'expansion du marché de la finance islamique depuis quelques années a conduit certains émetteurs à demander la cotation d'obligations islamiques (*sukuk*) sur la Place de Paris. A la suite des travaux menés par un groupe de travail, dirigé par Dominique Hoenn, l'AMF a publié le 2 juillet 2008 une position concernant l'admission à la négociation de *sukuk* sur un marché réglementé français⁽¹⁴⁾.

Les *sukuk* sont des obligations islamiques liées à un actif sous-jacent à travers différents types de structures, dont les deux principales catégories sont, d'une part, les *sukuk* dont la rémunération et le remboursement reposent principalement sur des actifs sous-jacents et qui s'apparentent donc, par construction, à de la titrisation et, d'autre part, les *sukuk* dont la rémunération et le remboursement sont fondés sur des actifs sous-jacents, mais dans lesquels les investisseurs se reposent principalement sur l'engagement d'une ou plusieurs entités pour tout ou partie des paiements dus au titre des *sukuk*.

Le groupe de travail dirigé par Dominique Hoenn, membre du Collège, et composé de professionnels de la Place, a examiné les caractéristiques spécifiques de ces titres à la lumière de la directive Prospectus en se limitant dans un premier temps aux émissions de *sukuk* ayant fait l'objet d'un placement initial privé et/ou international et donc destiné aux investisseurs professionnels.

Le groupe de travail a rappelé que si l'AMF a pour mission de s'assurer que le prospectus a été établi conformément aux textes européens ; en revanche la compatibilité de l'émission avec les principes de la *charia* ne relève pas de sa compétence et il appartient aux émetteurs, avec l'aide de leurs

(14) Disponible sur le site internet de l'AMF, rubrique « Textes de référence > Positions AMF ».

conseils, d'inclure dans le prospectus les éléments pertinents en la matière. Par ailleurs, en ce qui concerne le contenu du prospectus, si le règlement européen ne prévoit pas de schéma spécifique aux *sukuk*, l'article 23.2 de ce règlement précise toutefois que l'émetteur peut adapter le contenu du prospectus, sur la base des schémas existants, aux caractéristiques particulières des titres émis. En conséquence, la position publiée en juillet 2008 par l'AMF suggère plusieurs possibilités pour déterminer, en fonction de la structure des *sukuk*, sur la base de quels schémas prévus par le règlement européen le prospectus doit être préparé. Ainsi, lorsque le remboursement des *sukuk* repose principalement sur les actifs sous-jacents, le prospectus sera établi essentiellement sur la base des schémas relatifs aux « titres adossés à des actifs ». Dans le cas où une partie tierce est engagée sur tout ou partie des paiements dus au titre des *sukuk*, une information appropriée sur cette entité, conformément au point 2.2.11 du schéma VIII, devra en plus être donnée.

2 > Les évolutions proposées sur Alternext

Dans le contexte de la réforme de l'appel public à l'épargne, l'AMF a effectué au second semestre 2008 un bilan de l'environnement législatif et réglementaire régissant le fonctionnement d'Alternext, afin d'identifier les évolutions susceptibles de garantir l'équilibre global de la structure des marchés français.

A cet égard, un groupe de travail présidé par Jean-Pierre Pinatton, réunissant notamment sociétés cotées, intermédiaires, investisseurs ainsi qu'Euronext, a élaboré une série de propositions consensuelles. Le groupe a proposé à la fois un allègement de certaines dispositions applicables sur Alternext (suppression du rapport sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne et allègement des modalités de publication des droits de vote) et un alignement sur un certain nombre de souplesses prévues sur les marchés réglementés : extension des objectifs du programme de rachat d'actions, déclaration à l'AMF des franchissements des seuils de 50% et 95%, mise en place du retrait obligatoire, application de certaines dispositions relatives aux augmentations de capital et aux programmes d'options et d'actions gratuites, extension de la pratique de marché des contrats de liquidité.

Enfin, le groupe a souhaité le lancement de réflexions sur le régime de garantie de cours applicable sur Alternext et sur les conditions de passage d'une société cotée sur Eurolist vers Alternext sans mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire. Sur ce dernier point, le rapport précisait que des solutions plus précises seraient proposées rapidement par une mission *ad hoc*.

Le rapport, soumis à consultation publique entre début octobre et fin novembre 2008, a été également adressé au ministère de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi. Les participants à la consultation publique ont salué l'initiative lancée par l'AMF visant à faire un bilan de la réglementation applicable à Alternext en raison notamment du véritable enjeu que constitue le fait de permettre au marché de jouer pleinement son rôle de financement de l'économie, en recherchant le bon équilibre entre besoin de souplesse des émetteurs de valeurs moyennes et besoin de garanties des investisseurs.

L'AMF a réuni en octobre et novembre 2008 un groupe réduit de participants dans une mission *ad hoc* afin :

- > de déterminer les conditions et procédures du transfert d'une société d'Eurolist vers Alternext, de façon notamment à permettre une valorisation équitable des titres concernés, une liquidité éventuelle pour les actionnaires vendeurs et une information adéquate du public, et
- > de formuler des propositions sur la façon dont Alternext pourrait parallèlement conforter sa visibilité internationale, notamment en garantissant l'éligibilité des titres négociés sur Alternext à un maximum d'investisseurs institutionnels en Europe et en assurant l'attractivité de ce marché vis-à-vis des émetteurs des pays tiers.

Au terme de son analyse, la mission *ad hoc* a proposé le maintien des règles relatives aux offres publiques pour les sociétés d'Euronext qui demanderaient leur transfert sur Alternext comme condition réglementaire préalable à ce transfert. Par ailleurs, deux autres types de dispositions ont été identifiés : l'information des actionnaires préalablement au transfert et l'approbation de ce transfert par l'assemblée générale des actionnaires. Euronext a ainsi prévu que ces dispositions soient incluses dans ses règles de marché. Enfin, la mission *ad hoc* a proposé que l'AMF donne la possibilité à l'entreprise de marché de mettre en place une cote officielle dans un cadre réglementaire formalisé.

Les propositions de cette mission *ad hoc* ont fait l'objet d'une consultation publique jusqu'au 27 février 2009⁽¹⁵⁾.

3 > Les déclarations de franchissement de seuils de participation et les déclarations d'intention

Les travaux du groupe de travail, présidé par Bernard Field, sur les déclarations de franchissement de seuils de participation et déclarations d'intention sont exposés dans le chapitre 3, page 100.

D – Les suites données aux travaux des groupes de Place menés en 2007

1 > La mise en place effective d'une procédure simplifiée d'instruction et de visa

Un groupe de travail de la Commission Emetteurs présidé par Bernard Field, membre du Collège, avait proposé fin 2007 une procédure offrant à l'émetteur une meilleure visibilité sur les modalités et délais d'octroi du visa lors d'opérations standard, dès lors qu'il justifie d'un historique suffisant (trois ans de documents de référence, respect des obligations d'information du marché, etc.). Cette procédure est accessible en contrepartie d'une attestation de l'émetteur ainsi que d'une attestation du prestataire de services d'investissement participant à l'opération.

A la suite de la consultation publique sur la procédure simplifiée d'instruction et de visa pour les opérations financières des sociétés cotées, l'AMF a publié le 12 mars 2008 l'article 5 de l'instruction de l'AMF n° 2005-11 du 13 décembre 2005 relative à l'information à diffuser en cas d'appel public à l'épargne, prise en application du titre I du livre II du règlement général de l'AMF, qui présente la nouvelle procédure.

Concomitamment, l'AMAFI⁽¹⁶⁾, en accord avec l'AMF, a publié la première note d'opération type (incluant le résumé) portant sur les émissions d'actions avec maintien du droit préférentiel de souscription. Avant la fin du premier semestre 2009, deux autres notes d'opération type devraient être publiées, l'une portant sur les augmentations de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription, l'autre relative aux émissions d'OCEANE (sans DPS, avec ou sans délai). Des points d'étape seront faits périodiquement, afin de s'assurer de la mise en œuvre et du bon fonctionnement de la nouvelle procédure.

2 > L'adaptation des procédures et des textes pour les valeurs moyennes cotées

La présidence d'un groupe de place avait été confiée mi-2007 à Yves Mansion, membre du Collège. Son rapport a été publié en novembre 2007⁽¹⁷⁾. Le groupe de travail sur les aménagements de la réglementation financière pour les valeurs moyennes et petites (VaMPs) a formulé une série de préconisations afin de prendre en compte la spécificité des valeurs moyennes et petites que l'AMF a reprises dans une position publiée le 9 janvier 2008⁽¹⁸⁾.

(15) Dont le texte est disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org), rubrique « Consultations > Consultations AMF > Sujets autres ».

(16) Association française des marchés financiers.

(17) Cf. Rapport annuel 2007, page 102. Rapport disponible sur le site internet de l'AMF, rubrique « Consultations > Consultations AMF > Sujets Autres ».

(18) Disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org), rubrique « Tests de référence > Positions AMF ».

Parmi les recommandations formulées pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2007, figurait l'établissement d'un guide adapté aux VaMPs pour la préparation et la rédaction de leur rapport sur le contrôle interne. Ce guide a été établi et accompagné d'un cadre de référence⁽¹⁹⁾. Dans son rapport 2008 sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne, l'AMF a relevé que l'adhésion à ce cadre de référence est particulièrement perceptible de la part des valeurs moyennes et petites qui déclarent, pour environ la moitié d'entre elles, utiliser le cadre de référence alors qu'une très faible partie d'entre elles s'appuyaient l'an passé sur un référentiel.

Par ailleurs, conformément aux propositions du groupe de travail, l'AMF a participé en 2008 à plusieurs réunions de contact avec les VaMPs organisées par MiddleNext. Ces réunions se sont déroulées à Lyon, Marseille, Nantes, Toulouse, Strasbourg et Paris. Elles ont permis à l'AMF de présenter ses missions et l'organisation de ses services opérationnels, et de répondre aux questions des nombreux participants, sociétés et professionnels en relation avec le régulateur.

2 – Le Conseil scientifique

A – Les séances

Le Conseil scientifique de l'Autorité des marchés financiers⁽²⁰⁾s'est réuni à trois reprises en 2008. A chaque séance, des travaux de recherche ont été présentés, en lien direct avec les préoccupations du régulateur de marché.

Le 11 avril s'est tenue la première séance 2008 du Conseil scientifique de l'AMF, au cours de laquelle deux intervenants ont présenté leurs travaux. En premier lieu, Christian Gourieroux (CREST et université de Toronto) a abordé les questions relatives à la « migration de *rating* ». Dans un premier temps, il a rappelé les grands principes sous-tendant la notation de crédit ainsi que les utilisations qui en sont faites. Il a ensuite souligné la multiplicité des notations, qui doivent être déclinées selon le type de risque, l'information disponible et l'horizon du risque considéré. Dans ce cadre, la migration des notations consiste à mettre à jour de façon régulière les niveaux de risques associés aux produits ou aux emprunteurs. Christian Gourieroux a ensuite présenté dans les grandes lignes une méthode permettant de modéliser cette migration.

En second lieu, Rama Cont (CNRS et université de Columbia) a présenté un « examen critique des méthodes de notation des produits structurés de crédit ». Après avoir rappelé les principes de fonctionnement des CDO (*collateralised debt obligation*), il a mis en exergue l'interdépendance significative entre le processus de notation et celui du montage des produits structurés. Il a ensuite montré que la notation des tranches de CDO était beaucoup plus instable au cours du temps que celle attribuée aux produits de dette traditionnels, soulignant ainsi, d'une part, la nécessité d'analyser attentivement les probabilités de migration des notations des tranches à différents horizons et, d'autre part, l'impératif de mettre à jour chaque année lesdites notations.

Le 4 juillet, le Conseil scientifique de l'AMF a tenu sa deuxième session de l'année 2008. Trois travaux de recherche ont été présentés à cette occasion. Luc Arrondel (CNRS et PSE), spécialiste des questions d'épargne et de patrimoine, a présenté une recherche visant à mieux cerner l'attitude des particuliers en matière d'épargne financière. A partir d'une enquête portant sur un large échantillon

(19) Disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org), rubrique « Publications > Guides > Guides professionnels ».

(20) Composition : Michel Aglietta (Paris Ouest Nanterre-la Défense), Michel Albouy (université Grenoble PMF-ESA), Noël Amenc (EDHEC), Patrick Artus (Natixis), Christian de Boissieu (université Paris I), François Champarnaud (Agence des participations de l'Etat) ; Patricia Charlety (ESSEC), Jean-Philippe Cotis (INSEE), Olivier Davanne (DPA Invest), Thierry Foucault (HEC), Olivier Garnier (Société Générale Asset Management), Edith Ginglinger (université Paris-Dauphine), Christian Gourieroux (université Paris IX et ENSAE), Carole Gresse (université Paris Dauphine-CEREG), Pierre Jaillet (Banque de France), Ruben Lee (Oxford Finance Group), Jean François Lepetit (Conseil national de la comptabilité), François-Serge Lhabitant (HEC université de Lausanne), Albert Menkveld (Vrije Universiteit Amsterdam), André Orléan (CNRS), Olivier Pastré (université Paris VIII, GP Banque), Jean-Charles Rochet (université de Toulouse-Institut d'économie industrielle), Benn Steil (Council on Foreign Relations)Xavier Vives (IESE Business School)

d'individus et reposant sur de solides soubassements théoriques, il montre notamment que les caractéristiques psychologiques des individus en matière d'aversion au risque ou de préférence pour le présent expliquent environ 10% des inégalités de patrimoine. Albert Menkveld (université d'Amsterdam) a ensuite présenté une étude sur les conséquences du *trading* algorithmique sur la liquidité des marchés d'actions. Il analyse la corrélation entre ces deux phénomènes en prenant le cas des titres du NYSE sur une période allant de 2001 à 2005. D'après ses conclusions, en réduisant le risque de sélection adverse et les coûts de recherche de l'information, le *trading* algorithmique semble permettre aux apporteurs de liquidité de diminuer significativement les fourchettes effectives sur les valeurs à forte capitalisation.

Enfin, Olivier Davanne (DPA Invest) est revenu sur la crise des *subprime* en essayant de tirer des enseignements pour ce qui concerne le risque de liquidité et la manière dont il doit être appréhendé par les institutions financières et les autorités de régulation. Parmi les pistes de réflexion qu'il met en évidence, se trouve la question de l'éventuelle inadéquation des règles gouvernant le fonctionnement des fonds d'investissement ouverts en matière de liquidité, ces derniers se trouvant forcés d'opérer une « transformation » excessive au regard des actifs, parfois illiquides, dans lesquels ils sont investis.

Les diaporamas présentés lors de ces deux séances sont disponibles sur le site internet de l'AMF, rubrique « Présentation > Conseil scientifique > Séances ».

La dernière séance du Conseil scientifique de l'année 2008 s'est déroulée le 14 novembre. Serge Darolles (SGAM) a présenté les résultats d'une recherche portant sur la mesure de la performance et du risque des stratégies de gestion alternative. Partant du constat que les indicateurs traditionnels ne sont pas pertinents pour « capturer » convenablement le profil de risque des *hedge funds*, du fait principalement de la présence de risques extrêmes, il propose une mesure alternative de la performance fondée sur un perfectionnement du *ratio* de Sharpe⁽²¹⁾. Carole Gresse (université Paris Dauphine) a abordé ensuite la question de la performance à court et moyen terme des introductions en bourse. Elle met en évidence, à partir d'un échantillon d'entreprises nouvellement cotées sur Euronext entre 1995 et 2004, une relation positive entre le niveau de sous-évaluation à très court terme des entreprises et la liquidité du titre *post*-introduction. Enfin, Noël Amenc (EDHEC) a présenté les grandes conclusions d'une enquête menée à l'échelle européenne concernant les pratiques des gestionnaires d'actifs en matière de construction et de suivi des portefeuilles. Il montre notamment que les gérants utilisent insuffisamment les indicateurs de performance et de risque les plus performants et élaborés, issus des avancées de la recherche académique.

B – Le colloque du Conseil scientifique

Le 2 octobre 2008 s'est tenue, à Paris, la troisième édition du colloque du Conseil scientifique de l'AMF sur le thème « Produits de financement structuré : quels enjeux pour les marchés et pour les régulateurs ? »⁽²²⁾. Cette thématique concernant à la fois la régulation de marché et la régulation prudentielle et bancaire, le colloque a été organisé en partenariat avec la Banque de France et coprésidé par Michel Prada, président de l'AMF, et Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France.

Le colloque s'est déroulé en deux parties :

- > la première était dédiée aux spécificités des produits de financement structuré et à leur rôle sur les marchés financiers. Adrian Blundell-Wignall (OCDE) et Rama Cont ont tout d'abord évoqué les questions d'allocation du risque, tandis que Jean-Charles Rochet (université de Toulouse) et Amadou N.R. Sy (FMI) se sont concentrés sur les problèmes de notation et de valorisation de ces produits ;

(21) Le *ratio* de Sharpe se calcule comme le supplément de rendement d'un portefeuille d'actifs financiers par rapport au taux sans risque rapporté au risque de ce portefeuille (mesuré par l'écart type de son rendement).

(22) Les diaporamas présentés lors du colloque sont disponibles sur le site internet de l'AMF, rubrique « Présentation > Conseil scientifique > Colloque ».

> la seconde était consacrée aux questions de liquidité, de contagion et de risque de crédit. La problématique de la liquidité a été successivement évoquée par Charles Goodhart (*London School of Economics and Political Science*), Shi Wu (*Imperial College of London*) et Julien Idier (Banque de France). Les principaux enjeux relatifs au risque de crédit ont ensuite été présentés par Richard Cantor (Moody's) et Andrew Sheets (Morgan Stanley).

Le colloque s'est achevé par une table ronde sur les enjeux de l'innovation financière pour les régulateurs, présidée par Michel Prada, au cours de laquelle Judith Gruttman (FED de New York), Sylvie Mathérat (Banque de France) et Michel Aglietta (université de Paris X Nanterre) ont exposé leur point de vue sur les tenants et les aboutissants de la crise financière actuelle. Le discours de clôture a été prononcé par Jean-Paul Redouin, Premier sous-gouverneur de la Banque de France.

3 – Les actions de formation et d'information

La certification des connaissances des professionnels des activités de marché

La réforme du cadre réglementaire des services financiers européens, et notamment la mise en place de la directive MIF, a renforcé la responsabilité des prestataires de services d'investissement (PSI) concernant le respect des principes de protection des intérêts des clients et d'intégrité des marchés. Les PSI doivent, en particulier, employer un personnel disposant des qualifications, des connaissances et de l'expertise requises pour exercer les responsabilités qui leur sont confiées.

C'est dans ce contexte qu'a été confiée à Jean-Pierre Pinatton, membre du Collège de l'AMF, une mission ayant pour objet de développer sur la Place de Paris un dispositif de certification des connaissances réglementaires des professionnels des activités de marché exerçant des fonctions clés au sein des PSI. Après avoir ouvert une consultation publique sur ce sujet, le Collège de l'AMF a décidé de mettre en place un dispositif conduisant les PSI à vérifier de façon plus uniforme que les collaborateurs exerçant ces fonctions clés (négociateur, vendeur, analyste financier, gérant, responsable des fonctions de la compensation et du *post*-marché, RCCI et RCSI) disposent d'un niveau minimal de connaissances. Cette vérification pourra être faite soit de manière interne par les PSI par tout moyen à leur convenance mais selon une procédure formalisée, soit en soumettant le collaborateur à un examen externe certifié, qui les doterait ainsi d'un « passeport » professionnel dans la perspective d'une reconnaissance mutuelle des qualifications avec d'autres juridictions.

L'AMF confiera à une structure appelée Haut conseil certificateur de place, composée de personnalités indépendantes, le soin de lui donner un avis sur les conditions pratiques de la certification des connaissances et des examens.

L'entrée en vigueur de ce dispositif⁽²³⁾, auquel a été associée une clause dite de « grand-père » au bénéfice des professionnels exerçant déjà les fonctions visées, est prévue en juillet 2010.

4 – La coopération avec la Banque de France

Les relations entre la Banque de France et l'Autorité des marchés financiers sont étroites. Un représentant de la Banque de France désigné par le gouverneur siège au Collège de l'AMF et 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 de collaborateurs. Elle peut également prendre la forme de manifestations organisées de façon commune tel-

(23) Les modifications du livre III du règlement général de l'AMF relatives à ce dispositif ont été homologuées par arrêté du 30 janvier 2009 publié au JO du 6 février 2009.

les que la troisième édition du colloque du Conseil scientifique de l'AMF qui s'est tenu le 2 octobre 2008 sur le thème « Produits de financement structuré : quels enjeux pour les régulateurs? » (cf. *supra*, page 271).

Les échanges d'informations entre les autorités de surveillance se font dans le cadre d'un secret partagé prévu par la loi et s'articulent principalement autour de trois grands domaines :

- > les échanges d'informations ;
- > la coopération locale ;
- > la collaboration sur la mission de contrôle des prestataires de services d'investissement.

En 2008, la coopération entre les deux autorités a fonctionné efficacement, en particulier dans la gestion de la crise. Elles ont en effet travaillé de façon concertée (ainsi qu'avec l'ACAM⁽²⁴⁾ et le CNC⁽²⁵⁾) en menant des initiatives conjointes telles que le contrôle de l'information financière des établissements financiers cotés, le rappel des dispositions applicables en France relatives au délai de règlement-livraison ou les limitations imposées aux ventes à découvert au cours du dernier trimestre 2008.

De plus, les services de l'AMF, du CECEI et de la Commission bancaire se réunissent tous les mois pour examiner l'interprétation de la réglementation qui touche les trois autorités. Parmi les différents sujets traités en 2008, beaucoup concernaient les conséquences de l'entrée en vigueur de la directive MIF comme la classification de différents instruments financiers, l'identification d'un système multilatéral de négociation, l'encadrement des agents liés, l'octroi de passeports pour le libre établissement et le contrôle des succursales. Ces réunions ont également été l'occasion d'échanger sur des dossiers individuels afin de qualifier des activités nouvelles en termes d'exercice de services d'investissement.

Enfin, l'AMF et la Commission bancaire entretiennent des relations régulières dans le cadre de la supervision conjointe des entreprises d'investissement et des établissements de crédit.

A – Les échanges d'informations

Les échanges entre l'AMF et la Banque de France concernent de nombreux domaines de leur activité. Les échanges peuvent être informels (par exemple, l'échange avec la Commission bancaire relatif à la désignation et au renouvellement des commissaires aux comptes des établissements de crédit faisant appel public à l'épargne) ou se matérialiser par des accords (mémoire, conventions, chartes, etc.). C'est ainsi qu'ont été signés successivement par l'AMF :

- > en 1998, une convention entre la Banque de France et la COB relative aux données individuelles extraites de l'état civil des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), convention en cours d'actualisation ;
- > en 2000, un mémorandum fixant les modalités d'utilisation du fichier des dirigeants et actionnaires des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (FIDEC) ;
- > en 2004, une convention relative aux modalités de gestion du fichier des démarcheurs (FIDEM)⁽²⁶⁾ ;
- > en 2005, une charte de coopération entre autorités de supervision pour les groupes financiers transsectoriels ;
- > en 2007, une convention entre le CECEI, la Commission bancaire et l'AMF portant sur des données d'état civil et des données comptables nécessaires à l'AMF pour assurer l'exécution de sa mission de contrôle sur les prestataires de services d'investissement (PSI) et le recouvrement des droits et contributions qui lui sont dus par ces PSI.

(24) ACAM : Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles.

(25) CNC : Conseil national de la comptabilité.

(26) <https://www.demarcheurs-financiers.fr>

B – La coopération avec les directions régionales de la Banque de France

Les directeurs régionaux⁽²⁷⁾ de la Banque de France sont délégués régionaux de l'AMF, en vertu d'une convention signée en 2005. A ce titre, ils participent aux missions de l'AMF, dans le cadre des activités que celle-ci peut leur déléguer en matière :

- > d'information financière – le délégué régional, correspondant de l'AMF pour tout ce qui concerne l'information périodique et permanente des sociétés cotées dans son périmètre d'activité, alerte l'AMF en cas de difficultés rencontrées par les sociétés implantées dans sa région. Il est également systématiquement consulté en cas d'introduction en bourse d'une nouvelle société localisée dans la zone géographique couverte par sa délégation ;
- > de surveillance des activités de démarchage portant sur des instruments financiers, de conseil en investissements financiers et de la commercialisation des produits financiers et des services d'investissement ;
- > de surveillance du marché ;
- > d'information des investisseurs non professionnels. Ainsi, le délégué régional transmet au Service de la médiation de l'Autorité des marchés financiers les questions et réclamations des épargnants. Le cas échéant, il oriente les investisseurs vers l'administration ou l'organisme compétent lorsque la demande ne relève pas de l'AMF.

D'autre part, dans le cadre d'un protocole d'accord avec la Banque de France, l'AMF peut avoir recours aux directions régionales de la Banque de France, pour la réalisation des missions de contrôle. Ce dispositif avait notamment été utilisé, en 2006, pour la conduite de 28 missions portant sur les conditions de commercialisation auprès du public des actions EDF, auprès des établissements appartenant aux principaux groupes bancaires français⁽²⁸⁾.

Plusieurs directions régionales de la Banque de France disposent d'un centre de documentation ouvert au public qui met à disposition, pour consultation sur place, les publications de l'AMF et, souvent, des informations sur les sociétés cotées.

Par ailleurs, le délégué régional, à la demande du président de l'AMF, représente celui-ci dans les manifestations régionales qui intéressent le marché financier.

Chaque année, les délégués régionaux se réunissent à l'AMF. Ce rendez-vous est l'occasion de faire un point sur la coopération entre les deux institutions, d'échanger sur l'année écoulée et de les sensibiliser aux évolutions réglementaires importantes. Au cours de cette journée, les délégués régionaux rencontrent les différents responsables des services et font le point sur leur action. Il s'agit, également, de les informer des principales évolutions survenues pendant l'année et des travaux en cours susceptibles d'avoir un impact sur leurs activités. La journée des délégués régionaux de 2008 a notamment porté sur la crise et les premières étapes de mise en œuvre de la directive MIF.

Enfin, un bulletin de liaison trimestriel a vu le jour en 2008 répondant ainsi au souhait émis par les délégués régionaux de voir leurs liens avec l'AMF plus suivis. Le premier numéro de ce bulletin est paru en septembre 2008. Il synthétise l'actualité de l'AMF à destination des délégations régionales.

C – La collaboration sur la mission de contrôle des prestataires de services d'investissement

L'AMF et la Commission bancaire partagent la responsabilité de la surveillance des prestataires de services d'investissement. Alors que l'AMF s'assure du respect des règles professionnelles liées à la prestation de services d'investissement, la Commission bancaire est chargée de veiller à la sécurité des dépôts du public et plus généralement au bon fonctionnement du système bancaire. Comme l'AMF, la Commission bancaire veille également au respect de la réglementation relative à la lutte contre le blanchiment des capitaux et

(27) Dont la liste est publiée en page 275 du présent rapport.

(28) Cf. Rapport annuel de l'AMF 2006, page 303.

le financement du terrorisme. La Commission signale à l'AMF tout fait susceptible de contrevenir à la réglementation de l'AMF et réciproquement. Elle se coordonne étroitement avec l'AMF ainsi qu'avec les autres autorités financières, notamment le CECEI chargé de délivrer les agréments aux PSI autres que les sociétés de gestion.

L'AMF peut déléguer à la Commission bancaire des missions de contrôle des prestataires habilités. Le plus souvent, l'équipe chargée par le secrétariat général de la Commission bancaire de l'inspection d'un prestataire de services d'investissement mène simultanément des travaux pour le compte des deux autorités ; l'AMF et la Commission bancaire peuvent également constituer une équipe conjointe.

Tableau des délégations régionales

Alsace		
Henri JULLIEN	3, place Broglie – BP 20410 – 67002 Strasbourg Cedex	03 88 52 28 40
Aquitaine		
Bernard TEDESCO	13, rue Esprit des Lois – CS 80001 – 33001 Bordeaux Cedex	05 56 00 14 14
Auvergne		
Catherine BOUCHER	15, cours Sablon – 63058 Clermont Ferrand Cedex 1	04 73 40 69 40
Basse-Normandie		
Maxime MAURY	14, avenue de Verdun – 14051 – Caen Cedex	02 31 38 33 00
Bourgogne		
Gérard AUMAS	2-4, place de la Banque – BP 126 – 21004 Dijon Cedex	03 80 50 41 41
Bretagne		
Alain PINEAU	25, rue de la Visitation – CS 56431 – 35064 Rennes Cedex	02 99 25 12 12
Centre		
Jean-Claude BACH	30, rue de la République – BP 1657– 45006 Orleans Cedex 1	02 38 77 78 78
Champagne-Ardenne		
Alain DEBIASI	1, place de l'Hôtel de Ville – BP 2728– 51057 Reims Cedex	03 26 89 52 52
Corse		
Jean-Pascal PREVET	8, rue Sergent Casalonga – BP 315 – 20177 Ajaccio Cedex 1	04 95 51 72 40
Franche-Comté		
Patrick BERNARD	19, rue de la Préfecture – 25044 Besancon Cedex	03 81 65 21 21
Haute-Normandie		
Patrice LENOBLE		
<i>(Adjoint, en Intérim de M Lasserre)</i>	32, rue Jean Lecanuet – BP 896 – 76005 Rouen Cedex 1	02 35 52 78 78
Ile-de-France		
Guy CASTELNAU	48, boulevard Raspail – BP 8406 – 75261 Paris Cedex 06	01 49 54 27 27
Languedoc-Roussillon		
Bernard RAMETTE	98 ter, avenue de Lodève – 34061 Montpellier Cedex 2	04 67 06 79 79
Limousin		
Pierre du PELOUX DE SAINT-ROMAIN		
<i>(jusqu'en avril 2009)</i>		
Jeannine ROGHE	8, boulevard Carnot – BP 414 – 87012 Limoges Cedex	05 55 11 53 00
<i>(à partir de mai 2009)</i>		
Lorraine		
Jean-Pierre JUBIN	12, avenue Robert Schuman – BP 20450 – 57017 Metz Cedex 1	03 87 39 94 00
Midi-Pyrénées		
Chantal BOUCHER	4, rue Deville – BP 90103 – 31001 Toulouse Cedex 6	05 61 61 35 35
Nord-Pas-De-Calais		
Maurice WONNER	75, rue Royale – BP 587 – 59023 Lille Cedex	03 20 40 47 47
Pays de la Loire		
Gérard LAURENT	14, rue La Fayette – BP 20725 – 44007 Nantes Cedex 1	02 40 12 53 53
Picardie		
Philippe GUISLIN	57, rue de La République – BP 0902 – 80009 Amiens Cedex 1	03 22 82 28 00
Poitou-Charentes		
Elisabeth TANGUY	1, rue Henri Oudin – BP 325 – 86008 Poitiers Cedex	05 49 55 88 00
Provence-Alpes-Côte d'Azur		
Bernard GAMEL	1, place Estrangin Pastré BP 91 – 13254 Marseille Cedex 6	04 91 04 10 10
Rhône-Alpes		
François GAUDICHET	14, rue de la République – 69268 Lyon Cedex 02	04 72 41 25 25

1

2

3

4

5

6

7

8