

N° 431

SÉNAT

SESSION EXTRAORDINAIRE DE 2003-2004

Annexe au procès-verbal de la séance du 27 juillet 2004

RAPPORT D'INFORMATION

FAIT

au nom de la commission des Finances, du contrôle budgétaire et des comptes économiques de la Nation (1) sur l'application de la loi du 1^{er} août 2003 de sécurité financière,

Par M. Philippe MARINI,

Sénateur.

(1) *Cette commission est composée de : M. Jean Arthuis, président ; MM. Jacques Oudin, Gérard Miquel, Claude Belot, Roland du Luart, Mme Marie-Claude Beaudeau, M. Aymeri de Montesquiou, vice-présidents ; MM. Yann Gaillard, Marc Massion, Michel Sergent, François Trucy, secrétaires ; M. Philippe Marini, rapporteur général ; MM. Philippe Adnot, Bernard Angels, Bertrand Auban, Denis Badré, Jacques Baudot, Roger Besse, Maurice Blin, Joël Bourdin, Gérard Braun, Auguste Cazalet, Michel Charasse, Jacques Chaumont, Jean Clouet, Yvon Collin, Jean-Pierre Demerliat, Eric Doligé, Thierry Foucaud, Yves Fréville, Paul Girod, Adrien Gouteyron, Hubert Haenel, Claude Haut, Roger Karoutchi, Jean-Philippe Lachenaud, Claude Lise, Paul Loridant, François Marc, Michel Mercier, Michel Moreigne, Joseph Ostermann, René Trégouët.*

INTRODUCTION

Après deux lectures dans chaque assemblée et des débats souvent techniques, la loi de sécurité financière (LSF) dont votre commission des finances a été saisie au fond, a été promulguée le 1^{er} août 2003. Elle traite **cinq thèmes principaux**, répartis en trois titres : la création de l'Autorité des marchés financiers (AMF), la réforme du démarchage bancaire et financier et la création d'un statut pour les conseillers en investissements financiers, la modernisation du régime des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) et de divers instruments de financement, la réforme du contrôle légal des comptes, et enfin des mesures touchant au droit des sociétés et au renforcement du gouvernement d'entreprise. La complexité de la matière traitée, et le caractère transversal d'une « sécurité financière » qui doit concerner les opérateurs professionnels comme les particuliers, ont imprégné une loi au contenu très diversifié et dont l'impact, pourtant majeur, ne semble encore perçu que par une faible proportion de nos concitoyens.

I. LA SÉCURITÉ FINANCIÈRE : UNE NOTION PROTÉIFORME

A. LA SÉCURITÉ IMPLIQUE LA TRANSPARENCE

Qu'est-ce au juste que la sécurité financière ? On peut considérer qu'elle se définit fondamentalement par la connaissance, la maîtrise et la couverture des risques liés à l'activité économique et financière. Ces risques sont multiples (systémique, politique et géographique, technologique, de marché, de fraude, de contrepartie ou de défaut, de réputation, de documentation...), et l'exigence de sécurité s'inscrit plus largement dans l'émergence contemporaine de la « société assurantielle », telle que l'a décrite François Ewald. Au-delà de la perception et de la maîtrise technique des risques par les émetteurs, la sécurité financière suppose une meilleure connaissance du fonctionnement des marchés et des produits financiers par le régulateur et les investisseurs, et est, à ce titre, intrinsèquement liée à la **transparence**.

B. UNE INNOVATION FINANCIÈRE AUX EFFETS AMBIGUS

La sécurité financière est néanmoins inévitablement amoindrie par des dysfonctionnements techniques, la psychologie des acteurs et ses conséquences sur les configurations de marché¹, ou la fraude et la criminalité délibérées. Elle est également menacée par des phénomènes aléatoires ou « bruits », se manifestant par des krachs d'origine exogène ou endogène. Dans ce contexte, **l'innovation financière, qui est une des caractéristiques majeures de l'économie contemporaine et connaît de multiples avatars², paraît entretenir des rapports ambigus voire paradoxaux avec la sécurité financière.** Elle y contribue, directement ou non, mais poursuit également d'autres objets³ et crée de nouvelles incertitudes.

L'innovation contribue en effet à la sécurité par ses effets positifs en termes de mutualisation des risques, de couverture, d'amélioration des possibilités de financement et de sécurisation des rendements pour certains instruments ; **mais elle est aussi facteur d'instabilité et d'insécurité** en créant de nouveaux risques, en impliquant de nouveaux acteurs ne disposant pas nécessairement des moyens pour évaluer correctement lesdits risques, en biaisant l'arbitrage de certains acteurs au profit de la recherche du rendement absolu et au détriment de la perception du risque, voire dans certains cas en facilitant la fraude. Un événement sur un des maillons de la chaîne est alors susceptible de dégénérer en crise systémique par l'absence de cantonnement du risque à des acteurs bien identifiés. Le marché des instruments de transfert de risque de crédit (évalué à 3.700 milliards d'euros en 2004), et plus spécifiquement de la titrisation et des dérivés de crédit, participe d'une gestion active du risque et est particulièrement emblématique des ambiguïtés de l'innovation financière.

C. UN CYCLE DE LA SÉCURITÉ FINANCIÈRE ?

Cette recherche de la sécurité est indissociable de la stabilité, de l'intégrité, de la responsabilité et de la prévisibilité. Le renforcement de la sécurité financière, au même titre que les phases d'expansion et de recentrage des entreprises, paraît néanmoins s'inscrire dans une sorte de cycle dans lequel des phases de durcissement réglementaire, faute d'anticiper intégralement

¹ Une analyse fréquente des dysfonctionnements des marchés financiers postule que ceux-ci seraient inefficients à court terme mais efficaces à moyen terme, du fait des phénomènes de mimétisme et de panurgisme, de surréaction, et de biais autoréalisateur dans les anticipations.

² Compartiments de marché, indices, stratégies de gestion d'actifs, techniques de modélisation, nouveaux instruments financiers (dérivés climatiques, obligations synthétiques, produits structurés hybrides entre fonds propres et dette...), nouvelles techniques d'utilisation d'instruments existants...

³ Contournement de la réglementation, rendement et optimisation, exploitation des niches d'inefficacité de marché, recherche de nouveaux modes de financement en période de raréfaction des canaux traditionnels...

l'évolution de l'économie financière, interviennent à la faveur du constat de nouveaux risques et dysfonctionnements.

Pour le législateur, il s'agit donc d'éviter une normativité trop détaillée afin de limiter les effets de contournement, et d'être sensibilisé aux risques des innovations en cours. **Si la loi doit idéalement s'en tenir aux principes, cet objectif devient cependant de plus en plus difficile à respecter, tant la complexité de la réalité s'accommode mal avec la lisibilité des normes.**

II. UNE LOI MÛREMENT RÉFLÉCHIE ET OPPORTUNE

A. LA CONCRÉTISATION DE PROJETS PARFOIS ANCIENS

La LSF est le résultat d'une longue concertation avec les professionnels, poursuivie par le Parlement lors de l'examen du projet, et de réflexions conduites depuis parfois plus de dix ans sur la modernisation des marchés financiers, et auxquelles votre rapporteur général avait largement contribué.

Ainsi la réforme du démarchage bancaire et financier, depuis longtemps souhaitée, s'inspire directement d'un projet de mai 2001¹ et avait fait l'objet de plusieurs articles dans une proposition de loi de votre rapporteur général dès 1993². L'unification des autorités de marché, qui était prévue par un projet de loi portant réforme des autorités financières³ déposé – mais jamais discuté – sur le bureau de l'Assemblée nationale le 7 février 2001, constituait également une position constante de votre commission des finances depuis 1994. Au-delà de ces orientations attendues et donc assez consensuelles, d'autres mesures sont d'inspiration plus récente mais n'en ont pas moins, comme l'ensemble de la loi, bénéficié d'un accueil plutôt positif des professionnels concernés. La bonne appréciation générale donnée à cette loi n'exclut cependant pas les critiques et interrogations sur l'application de certaines dispositions.

¹ *Projet de loi portant diverses dispositions d'ordre économique et financier, déposé au Sénat le 30 mai 2001, qui n'a jamais été inscrit à l'ordre du jour.*

² *Proposition de loi n° 225 (1994-1995), relative à l'activité et au contrôle des entreprises d'investissement et portant transposition de la directive n° 93/22 du Conseil des communautés européennes du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières, enregistrée à la Présidence du Sénat le 16 février 1995, et présentée par MM. Philippe Marini, Jean Arthuis, Philippe Adnot, Bernard Barbier, Ernest Cartigny, Jean Clouet et Jacques Oudin.*

³ N° 2920.

B. UN CONTEXTE TROUBLÉ MAIS QUI NE S'EST PAS TRADUIT PAR DES AMBITIONS DÉMESURÉES

Fruit d'évolutions en gestation, la LSF est aussi une loi s'inscrivant dans des circonstances particulières. Ainsi que le rappelait M. Francis Mer, alors ministre de l'économie, des finances et de l'industrie, lors de la discussion générale du projet en première lecture au Sénat, le 18 mars 2003, ce texte constituait *« une réponse à la fois politique et technique à la crise de confiance dans les mécanismes du marché et aux insuffisances de régulation dont le monde économique et financier avait pris conscience depuis deux ans »*.

Le ministre rappelait également, de manière clairvoyante et opportune, **l'ambition et les espoirs raisonnés qu'il convenait de placer dans ce texte**, et l'esprit de responsabilité que ce dernier avait pour objet d'insuffler aux acteurs des marchés, selon une logique sans doute plus souple que celle qui présidait à la loi portant nouvelles régulations économiques :

« Quelle que soit son ambition, cette loi ne supprimera pas le risque, et c'est heureux, car le risque est un moteur nécessaire pour le mouvement de nos sociétés. Elle ne supprimera pas davantage la volatilité, qui est consubstantielle aux marchés financiers. (...) En revanche, ce qui n'est pas acceptable, c'est que l'épargnant prenne des risques inconsidérés car fondés sur des informations fausses, qui interdisent une appréciation juste des situations. Ce sont ces détournements de la règle du marché que la loi a l'ambition de limiter, autant que possible et autant que nécessaire. Il est en effet de notre responsabilité de mettre en place les règles qui permettent d'atténuer la violence des chocs, de veiller à ce que les ajustements se produisent de manière plus graduelle, grâce à une information financière transparente, fiable et contrôlée. Le projet que nous vous soumettons vise à mettre en place les instruments permettant de lutter contre des comportements déviants. Il ne doit cependant pas être une nouvelle ligne Maginot.

« La loi ne doit pas édicter des règles pointillistes : ce sont les plus faciles à contourner, nous ne le savons que trop depuis l'affaire Enron. La loi doit édicter des principes clairs et créer les conditions pour qu'ils soient respectés. Il faut donc un code de conduite pour renforcer la transparence et créer les conditions d'une pression du marché en faveur du respect des meilleures pratiques des entreprises sans pour autant chercher à régenter leur organisation dans les moindres détails. Nous devons apprécier, point par point, ce qu'il est justifié de laisser au marché, ce qui peut être laissé à l'autorégulation des acteurs, mais aussi ce qui doit être régulé par les autorités ».

C. UNE LOI DE CONFIANCE

Responsabilité, transparence, juste appréciation du risque, clarté des principes de régulation, tels étaient donc les objectifs de la LSF, **qui occupe une place à part** dans la série des textes de modernisation du droit financier qui ont marqué la fin des années 90 et le début de la présente décennie¹, en ce qu'elle intervient dans le contexte particulier de l'accélération de la « marchéisation » de l'économie et d'une remise en question de ses errements récents.

Il ne s'agissait donc pas, dans une vaine aspiration au contrôle d'événements qui ont une ampleur mondiale, de définir un cadre strict qui aurait vocation à empêcher toute crise ou toute fraude, mais de renforcer certaines obligations pour rééquilibrer la relation entre investisseurs et émetteurs, qui constituent les deux pôles de l'activité des marchés financiers. **Davantage qu'une loi de « sécurité » au sens strict, terme finalement peu évoqué dans la loi et les débats, la LSF est destinée à restaurer la confiance** – composante certes essentielle de la sécurité – et présentait à cet égard un caractère d'urgence, compte tenu de la chute des marchés boursiers entre 2000 et 2002, et de la médiatisation d'affaires susceptibles de créer un repli durable des investisseurs professionnels comme des épargnants individuels.

D. UNE LOI DE COMPÉTITIVITÉ

La LSF ne manifestait cependant pas seulement une réponse, certes rapide mais nécessairement décalée, compte tenu de la réactivité et de la capacité incessante d'innovation et d'adaptation des opérateurs boursiers, aux doutes portant sur la relation épisodiquement trouble des entreprises aux marchés financiers, **mais également une volonté d'accroître la compétitivité de la place française et d'anticiper sur de possibles évolutions**, notamment à l'échelle européenne.

Les dispositions relatives à certains instruments financiers (titres super subordonnés, fonds contractuels ou obligations des sociétés foncières), aux nouvelles compétences de l'Autorité des marchés financiers (supervision des analystes financiers et des conseillers en investissements financiers) ou au vote des gérants d'OPCVM témoignent ainsi de la recherche d'une modernisation pérenne de notre droit financier.

¹ *Loi de modernisation des activités financières n° 96-597 du 4 juillet 1996, loi portant diverses dispositions d'ordre économique et financier n° 98-546 du 2 juillet 1998, loi relative à l'épargne et à la sécurité financière n° 99-532 du 25 juin 1999, loi sur les nouvelles régulations économiques n° 2001-420 du 15 mai 2001, loi portant mesures d'urgence et de réformes à caractère économique et financier n° 2001-1168 du 11 décembre 2001.*

Plus généralement, les caractéristiques mêmes de l'AMF, institution transversale au statut original et dotée de pouvoirs étendus, laissent espérer qu'elles contribueront à faire de notre cadre de régulation financière une source d'inspiration pour d'autres pays, à l'instar des autorités traditionnellement considérées comme « de référence » que sont la *Securities and Exchange Commission* (SEC) américaine et la *Financial Services Authority* (FSA) britannique. Les travaux de coopération bilatérale menés par l'AMF, en particulier avec les nouveaux Etats de l'élargissement¹, et la récente réforme de la Consob italienne, dont les compétences sont proches de celles de l'AMF, participent de ce potentiel et de cette **vocation à l'exemplarité**.

III. LA LSF PARTICIPE AU RENFORCEMENT DE LA RÉGULATION ÉCONOMIQUE

Si l'on se place dans une perspective juridique plus générale, on observe que **la LSF participe d'un mouvement tendant à l'édification d'une véritable régulation économique**. La régulation demeure certes un concept juridique mou et malaisé à définir² (quand il n'est pas invoqué « par défaut »), né du constat de l'expansion et des dérives potentielles de l'économie de marché et de la globalisation, comme de l'atténuation des frontières de la normativité juridique. Ainsi que le rappelle le professeur Marie-Anne Frison-Roche³, elle est susceptible de plusieurs définitions, dont une, d'ordre général et structurel, résiderait dans le rééquilibrage des pouvoirs et la reconstruction des rapports de force au regard de l'intérêt public, tandis qu'une acception plus particulière, que privilégie Mme Frison-Roche, identifierait la régulation en fonction des spécificités des secteurs auxquels elle s'applique, ces derniers devant « *être construits et maintenus dans un équilibre entre un principe de concurrence et d'autres principes* ».

La LSF contribuerait donc à consolider la régulation du secteur financier, au même titre que d'autres secteurs régulés que sont par exemple la santé, les télécommunications, l'audiovisuel, l'énergie et les transports, qui sont en quelque sorte de plus en plus « autonomisés » par des autorités de tutelle et des dispositions législatives spécifiques.

Il est cependant possible d'appréhender cette loi de manière plus ambitieuse. Considérant le caractère éminemment transversal de l'activité financière, qui se manifeste par la représentation de tous les secteurs

¹ Il convient ainsi de relever l'achèvement du programme de jumelage avec la Commission des valeurs mobilières polonaise et la participation de la COB aux missions d'évaluation par les pairs conduites depuis 2002 dans les pays ex-candidats à l'Union européenne.

² Bien qu'elle tende à donner naissance à une nouvelle discipline juridique, branche du droit à part entière.

³ In « Définition du droit de la régulation économique » - Recueil Dalloz, 2004, n° 2.

économiques au sein des places boursières, et l'importance croissante que revêt parallèlement le droit de la concurrence tant communautaire que national¹, **il apparaît que le droit de la régulation économique est finalement assis sur les deux piliers fondamentaux que sont le droit de la concurrence, qui régit en particulier les stratégies organisationnelles et commerciales des entreprises, et le droit financier, cadre de référence pour les stratégies de financement et les investisseurs**, mêlant des dispositions du code de commerce et du code monétaire et financier. Dans cette perspective, l'AMF et le Conseil de la concurrence constituent, dès lors, deux autorités distinctes des autres autorités administratives indépendantes, à vocation sectorielle, et représentent deux pièces essentielles du bon fonctionnement comme de l'attractivité de l'économie de notre pays. La LSF, en créant une AMF forte et aux multiples champs de compétence, pérennise la dimension financière – plutôt que le secteur des services financiers – de la régulation économique.

IV. UNE LOI « SARBANES-OXLEY » À LA FRANÇAISE ?

A. DES PÉRIMÈTRES DISJOINTS

La LSF a immanquablement été comparée à la loi Sarbanes-Oxley, adoptée en juillet 2002 dans un délai très court (mais dont nombre de mesures d'application sont tributaires de la SEC) et considérée à certains égards comme **illustrative de l'approche américaine** : une riposte rapide, contraignante, ciblée, fondée sur des règles précises. **Cette comparaison ne vaut cependant que pour une partie minoritaire de la LSF**, dont le périmètre est nettement plus large que celui de la loi Sarbanes-Oxley, centrée sur la fiabilité de l'information financière et la responsabilité des gestionnaires.

¹ *Importance confortée par la plus grande remise en question des aides d'Etat, la nouvelle conception communautaire du respect de la libre concurrence (qui se traduit notamment par une approche plus sophistiquée, c'est-à-dire ne reposant plus exclusivement sur le dogme de l'abus de position dominante, des équilibres concurrentiels par la Commission européenne, et par la plus grande implication des autorités nationales), et la croissante soumission de secteurs auparavant distincts au droit commun de la concurrence, que ce soient les anciens services publics ou le secteur des banques et assurances, dont les articles 24 et 25 de la LSF ont atténué une singularité en consacrant la compétence du Conseil de la concurrence pour l'examen des opérations de concentration, avec l'avis des autorités sectorielles compétentes (Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, et Comité des entreprises d'assurance).*

Les deux textes traitent ainsi les thèmes de l'audit et du gouvernement d'entreprise : la LSF se montre à certains égards plus contraignante¹, mais la loi Sarbanes-Oxley prévoit en outre :

- la certification personnelle des comptes par le directeur général (*Chief executive officer* – CEO) et le directeur financier (*Chief financial officer* – CFO). Il s'agit d'une mesure emblématique, compte tenu de l'implication des dirigeants d'Enron et de Worldcom dans les fraudes mises à jour ;

- une clôture plus rapide des comptes (section 409), en deux jours au lieu de quinze ;

- la mise en place d'une majorité d'administrateurs indépendants au sein des conseils d'administration ;

- la fourniture d'informations complémentaires à la SEC (principes comptables guidant la présentation des comptes, transactions hors bilan, changements dans la propriété des actifs détenus par les dirigeants, codes d'éthique de l'entreprise...)

- un alourdissement des sanctions pénales (jusqu'à 25 ans d'emprisonnement pour fraude) ;

- la mise en place au sein des entreprises de comités de vérification indépendants, notamment habilités à recevoir et traiter des plaintes venant des actionnaires ou encore des employés concernant la comptabilité de l'entreprise et les procédures de vérification (procédure dite du « *whistleblowing* »).

B. TEMPÉRER LES MÉFAITS DE L'EXTRATERRITORIALITÉ

La **portée extraterritoriale** de la loi Sarbanes-Oxley, dont un certain nombre de dispositions s'appliquent aux sociétés étrangères cotées aux Etats-Unis comme aux cabinets d'audit non américains², a également constitué une des raisons majeures de sa médiatisation et de l'émoi qu'elle a suscité au sein

¹ Les dispositions de l'article 117 de la LSF, relatives au rapport sur les conditions de préparation et d'organisation des travaux du conseil et sur les procédures de contrôle interne de la société, concernent toutes les sociétés anonymes, les comptes consolidés et les comptes sociaux, l'ensemble du contrôle interne, et sont d'application immédiate, alors que les dispositions équivalentes de la loi Sarbanes-Oxley (en particulier dans la section 404 intitulée « *Management assessment of internal controls* », qui impose aux sociétés de prouver la performance de leurs systèmes de contrôle comptable) ne s'appliquent qu'aux sociétés cotées et aux comptes consolidés, portent sur le contrôle interne relatif à l'établissement des comptes financiers, et s'appliquent à compter de l'exercice 2004-2005 (cf. troisième partie).

² Ces derniers sont soumis à la surveillance du nouveau *Public Company Accounting Oversight Board* (PCAOB), dès lors qu'ils certifient les comptes de filiales ou de sociétés américaines opérant à l'étranger.

des sociétés européennes, canadiennes ou japonaises. Les critiques que cette caractéristique majeure de la loi américaine a suscitées sont compréhensibles, ne serait-ce que parce que l'extraterritorialité contrevient à un principe fondamental du droit, mais on ne peut s'en contenter. **Il est même possible, dans une certaine mesure, de mieux comprendre la nature de cette extraterritorialité ou d'en atténuer la portée par trois arguments.**

1. La vocation internationale du marché et de la réglementation des Etats-Unis

L'internationalisation des marchés financiers et la prééminence de la place américaine incitent nombre de sociétés à vocation internationale à se faire coter à New York. Le caractère territorial de bourses désormais interconnectées et parties prenantes de la mondialisation (que l'on considère la nationalité des émetteurs ou des investisseurs) paraît dès lors plus incident ou accessoire. Il semble donc logique que la volonté manifestée par les Etats-Unis de préserver la crédibilité de leur marché financier s'apprécie au regard du lieu de cotation, vecteur déterminant de la stabilité financière d'un pays et, s'agissant des Etats-Unis, de l'ensemble du monde, et non pas en considération de la nationalité des émetteurs. **Le renforcement des contraintes, pour des émetteurs étrangers, constitue en quelque sorte une contrepartie du bénéfice qu'ils peuvent tirer de leur cotation aux Etats-Unis.**

2. La portée extraterritoriale de la LSF

La LSF a elle-même un impact extraterritorial puisque, selon la même logique de primauté des règles de fonctionnement du marché boursier, les sociétés étrangères faisant appel public à l'épargne en France (et non pas uniquement leurs éventuelles filiales de droit français, qui parallèlement ne sont pas dispensées de leurs obligations) sont soumises à un certain nombre de règles françaises de marché, sans distinction de forme sociale ou de nationalité, parmi lesquelles les obligations d'information portant sur les procédures de contrôle interne et les conditions de préparation et d'organisation des travaux du conseil.

Si les sociétés étrangères n'ont pas l'obligation juridique d'établir les rapports y afférents, dans la mesure où elles ne sont pas soumises aux dispositions du code de commerce visées par l'article 122 de la LSF¹, **elles**

¹ L'article L. 621-18-3 du code monétaire et financier, introduit par l'article 122 de la LSF, dispose que « les personnes morales faisant appel public à l'épargne rendent publiques les informations relevant des matières mentionnées au dernier alinéa des articles L. 225-37 et L. 225-68 du code de commerce dans des conditions fixées par le règlement général de l'Autorité

doivent néanmoins, dès lors qu'elles font appel public à l'épargne en France, rendre publiques les informations relatives aux matières visées par le rapport. De même, si un émetteur étranger est soumis à une obligation de communication portant sur les mêmes matières, mais en application du droit de l'Etat de son ressort ou d'un marché sur lequel ses titres sont également cotés, il devra donner simultanément les informations correspondantes en France.

3. La vertu incitative de l'extraterritorialité

Les dispositions relatives à l'enregistrement d'auditeurs étrangers auprès du PCAOB ont été critiquées en Europe, mais n'en ont pas moins eu la vertu d'inciter la Commission européenne à intensifier sa réflexion sur la réforme du contrôle légal des comptes, notamment aux fins de promouvoir la reconnaissance mutuelle, des deux côtés de l'Atlantique, des procédures d'enregistrement et de surveillance des auditeurs. Cette réflexion a abouti à la récente proposition de réforme de la « huitième directive comptable »¹, dont le chapitre XII traite plus spécifiquement des aspects internationaux². **La pression extraterritoriale devrait donc constituer dans les années à venir un facteur d'accélération du décloisonnement et du dialogue transatlantiques. Au total, l'interconnexion des opérations de marché imprime sa marque aux influences réciproques qu'exercent les régimes juridiques nationaux.**

V. UNE NOUVELLE APPROCHE DE LA FONCTION LÉGISLATIVE DU PARLEMENT

Votre commission des finances attache traditionnellement une grande importance aux évolutions du cadre réglementaire et des stratégies de l'activité bancaire et financière, et contribue, par ses propositions et amendements, à l'abondante réflexion sur la modernisation et l'adaptation de notre législation. La LSF n'a pas fait exception, et votre rapporteur général s'est donc livré à l'analyse minutieuse que ce texte méritait.

des marchés financiers. Celle-ci établit chaque année un rapport sur la base de ces informations ».

¹ Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant le contrôle légal des comptes annuels et des comptes consolidés et modifiant les directives du Conseil 78/660/CEE et 83/349/CEE, reçue à la présidence du Sénat le 5 avril 2004, n° 2554.

² L'article 46 de la proposition de directive prévoit en particulier la possibilité d'une réciprocité bilatérale, s'agissant de l'enregistrement des auditeurs et cabinets d'audit des pays tiers, lorsque les systèmes de supervision des Etats concernés sont considérés comme équivalents.

Le rôle du Parlement ne doit cependant pas se cantonner à l'examen, à l'amélioration et au vote de la loi. L'établissement de nouvelles règles est une chose, leur mise en œuvre en est une autre. Il est désormais banal de rappeler que certains décrets d'application connaissent parfois un délai de rédaction et de publication de plusieurs années. Il importe donc non seulement de suivre la publication et le contenu des décrets, mais également les positions exprimées par la doctrine comme l'application pratique des dispositions de la loi, *a fortiori* s'agissant d'une loi comme la LSF, qui a suscité de très nombreux commentaires et exerçait, dès sa promulgation, un impact concret et notable sur l'activité des émetteurs et des prestataires financiers.

Un an après la promulgation de la LSF, votre commission des finances entend donc faire le point sur l'application et les résultats de cette loi, et en premier lieu sur les premiers mois de fonctionnement de l'AMF. Il s'agit d'une **démarche quelque peu novatrice, qui ne se limite pas au suivi factuel des décrets** mais suppose, de façon pro active, de recueillir l'avis des professionnels concernés. A ce titre, votre rapporteur général a réalisé un certain nombre d'auditions, dont la liste figure en annexe au présent rapport d'information, et votre commission des finances a auditionné M. Michel Prada, président de l'Autorité des marchés financiers, le 7 juillet dernier.

La richesse de la LSF et les objectifs de votre rapporteur général expliquent que ce suivi ne donne pas uniquement lieu à une communication en commission, mais aussi au présent rapport d'information. **Il s'agit donc également de replacer cette loi dans une perspective,** c'est-à-dire de relever les principales controverses portant sur ses dispositions et d'y apporter des éléments de réponse afin de préciser, le cas échéant, l'intention du législateur, d'intégrer les apports issus des nombreuses propositions formulées depuis un an¹, et de relier notre nouvelle législation aux nouveaux défis de la régulation financière, à l'échelle communautaire et internationale.

En revanche, le présent rapport d'information, bien qu'il formule quelques pistes d'amélioration de la législation ou des pratiques, n'entend certainement pas fournir un « prêt-à-légiférer » qui modifierait en profondeur les acquis de la LSF après à peine un an de mise en œuvre.

¹ Citons en particulier les propositions de loi de nos collègues députés Christophe Caresche (proposition de loi n° 1304 – XII^{ème} législature, relative au renforcement de la responsabilité individuelle des dirigeants et mandataires sociaux dans les sociétés anonymes ainsi qu'à la transparence et au contrôle de leur rémunération dans les sociétés cotées, enregistrée à la présidence de l'Assemblée nationale le 17 décembre 2003). et Pascal Clément (proposition de loi n° 1407 – XII^{ème} législature, sur la gouvernance des sociétés commerciales), les recommandations du MEDEF et de l'ANSA concernant le rapport du président du conseil d'administration sur le contrôle interne, ou les propositions de l'AFG relatives au gouvernement d'entreprise (février 2004).

PREMIÈRE PARTIE : DES MESURES D'APPLICATION EN VOIE D'ACHÈVEMENT

La loi de sécurité financière traite de matières parfois très techniques et tend de ce fait à s'éloigner sporadiquement de sa vocation théorique, qui serait de s'en tenir aux principes. Elle comporte néanmoins de nombreux renvois à des décrets d'application, qui ont fait l'objet d'un traitement inégal selon les titres. La priorité résidait dans la mise en place rapide de l'AMF, figure tutélaire de la sécurité financière, et les décrets y afférents ont, de ce fait, été pour la plupart pris dans un délai court. **En revanche, les décrets des titres II et III connaissent une gestation plus lente**, pour diverses raisons : nécessité d'une longue concertation préalable avec les professionnels concernés, complexité des matières traitées, controverses portant sur l'interprétation de la loi et ses implications techniques, ou plus prosaïquement inertie et surcharge de travail des administrations de Bercy et de la Chancellerie.

Le rythme d'élaboration de ces décrets a néanmoins été accéléré au cours des deux derniers mois, de telle sorte que la majorité des dispositions de la loi seront pleinement opérationnelles peu de temps après son premier anniversaire.

Une pièce majeure du dispositif réglementaire réside cependant dans le futur **règlement général de l'AMF**, qui irrigue l'ensemble de la loi et doit succéder, à terme, aux règlements de la COB et du CMF, qui demeurent jusque là en vigueur. Ce règlement général ne sera pas finalisé en une seule étape, mais constitué en fonction des priorités réglementaires, et sa première version devrait voir le jour à l'automne 2004.

L'état d'avancement des décrets d'application de la LSF est résumé dans les deux tableaux ci-après.

Décrets d'application publiés

Références LSF et code législatif	Objet de la mesure réglementaire	Date de publication
Article 83 LSF (<i>art. L. 424-1 et L. 451-1 du code des assurances</i>)	Décret portant transposition de la 4 ^{ème} directive sur l'assurance automobile.	Décret n° 2003-1237 publié au JO du 24 décembre 2003.
Article 3 LSF (<i>art. L. 621-2 du code monétaire et financier</i>) Article 4 LSF (<i>art. L. 621-3 du code monétaire et financier</i>) Article 6 LSF (<i>art. L. 621-5 du code monétaire et financier</i>) Article 7 LSF (<i>art. L. 621-5-1 et L. 621-5-2 du code monétaire et financier</i>) Article 11 LSF (<i>art. L. 621-9-1 et L. 621-9-2 du code monétaire et financier</i>), Article 20 LSF (<i>art. L. 621-30 du code monétaire et financier</i>)	Décret relatif à l'organisation et au fonctionnement de l'Autorité des marchés financiers.	Décret n° 2003-1109 publié au JO du 21 novembre 2003.
Article 7 LSF (<i>art. L. 621-5-3 et L. 621-5-4 du code monétaire et financier</i>)	Décret simple relatif aux ressources de l'AMF.	Décret n° 2003-1290 publié au JO du 26 décembre 2003
Article 32 LSF (<i>art. L. 323-1-1 du code des assurances</i>)	Décret portant transposition des directives 2002/12/CE et 2002/13/ CE relatives à l'exigence de marge de solvabilité des entreprises d'assurance vie et non-vie et relatif à la provision pour risque d'exigibilité.	Décret n° 2003-1236 publié au JO du 24 décembre 2003.
Article 29 LSF (<i>art. L. 332-1-4, L. 413-3 et L. 413-4 du code des assurances</i>)	Décret relatif au Comité des entreprises d'assurances.	Décret n° 2004-221 publié au JO du 14 mars 2004.

Article 30 LSF (<i>art. L. 310-12-1, L. 310-19-1 et L. 320-20-1 du code des assurances</i>)	Décret relatif à l'organisation et au fonctionnement de la CCAMIP.	Décret n°2004-693 du 15 juillet 2004 paru au JO du 16 juillet 2004.
Article 30 LSF (<i>art. L. 310-12-1 du code des assurances</i>)	Nomination du Président de la CCAMIP.	Décret du 17 juillet publié au JO du 18 juillet 2004.
Article 30 LSF (<i>art. L. 310-12-1 du code des assurances</i>)	Arrêté interministériel nommant les membres de la CCAMIP.	Arrêté du 17 juillet 2004 publié dans le JO du 18 juillet 2004.
Article 58 LSF (<i>art. L. 214-4 du code monétaire et financier</i>) Article 59 LSF (<i>art. L. 214-7 du code monétaire et financier</i>) Article 62 LSF (<i>art. L. 214-2 du code monétaire et financier</i>) Article 63 LSF (<i>art. L. 214-35 du code monétaire et financier</i>)	Décret relatif aux OPCVM.	Décrets n° 2003-1103 et 2003-1104 publiés au JO du 22 novembre 2003.
Article 85 LSF (<i>art. L. 132-5-1 et L. 132-22 du code des assurances</i>)	Arrêté relatif à l'information des souscripteurs de contrats d'assurance-vie.	Arrêté du 21 juin 2004 publié au JO du 29 juin 2004
Articles 81 et 82 LSF (<i>art. L. 421-1, L. 421-9, L. 421-9-2, L. 421-9-4 et L. 421-9-6 du code des assurances</i>)	Décret relatif au Fonds de garantie des assurances obligatoires de dommages.	Décret n° 2004-176 du 17 février 2004. paru au JO du 24 février 2004.
Article 87 LSF (<i>art. L. 311-9 du code de la consommation</i>)	Décret fixant le modèle du bordereau-réponse de refus des modifications proposées lors de la reconduction du contrat de crédit, dans le cadre des mesures renforçant l'encadrement de la publicité sur le crédit et l'information du consommateur sur le crédit renouvelable	Décret n° 2004-202 du 4 mars 2004 publié au JO du 5 mars 2004

<p>Article 100 LSF (<i>art. L. 821-4 et L. 821-11 du code de commerce</i>)</p> <p>Article 103 LSF (<i>art. L. 822-5 et L. 822-7 du code de commerce</i>)</p> <p>Article 104 LSF (<i>art. L. 822-16 du code de commerce</i>)</p>	<p>Décret portant modification du décret n° 69-810 du 12 août 1969 relatif à l'organisation de la profession et au statut professionnel des commissaires aux comptes de sociétés et relatif au Haut Conseil du commissariat aux comptes.</p>	<p>Décret n° 2003-1121 publié au JO du 27 novembre 2003.</p>
---	--	--

Textes non publiés : état d'avancement des travaux au 22 juillet 2004

<p>Articles 22 et 26 LSF (<i>art. L. 614-1 et L. 614-2 du code monétaire et financier, art. L. 411-1 et L. 411-2 du code des assurances</i>)</p>	<p>Décret relatif au Comité consultatif du secteur financier et au Comité consultatif de la législation et de la réglementation financière.</p>	<p>Signé par le ministre de l'économie, des finances et de l'industrie. A la signature du Premier ministre : publication en attente de l'arrêté de nomination des membres du CCLRF et du CCSF.</p>
<p>Articles 22 et 26 LSF (<i>art. L. 614-1 et L. 614-2 du code monétaire et financier, art. L. 411-1 et L. 411-2 du code des assurances</i>)</p>	<p>Arrêté ministériel nommant les membres du CCLRF et du CCSF.</p>	<p>Dans l'attente de nomination des membres désignés par l'Assemblée nationale, saisie en avril 2004.</p>
<p>Article 30 LSF (<i>art. L. 310-12-4 du code des assurances</i>)</p>	<p>Détermination du taux de la contribution pour frais de contrôle.</p>	<p>Décret prêt, devant être soumis pour avis à la CCAMIP.</p>
<p>Article 31 LSF (<i>art. L. 310-20-1 du code des assurances</i>)</p>	<p>Nature et modalités de transmission de documents par la CCAMIP à l'INSEE, la DRES et la DSS.</p>	<p>Décret dans l'attente de la précision par la DRES et la DSS des données qu'elles estiment nécessaires.</p>
<p>Article 36 LSF (<i>art. L. 213-4 du code monétaire et financier</i>)</p>	<p>Réforme du régime des titres de créances négociables.</p>	<p>Consultation achevée. Projet de décret simple soumis à l'arbitrage du Ministre de l'économie..</p>
<p>Article 50 LSF (<i>art. L. 341-2, L. 341-4, L. 341-5 et L. 341-16 du code</i>)</p>	<p>Décret relatif au démarchage bancaire et financier : fixation des seuils quantitatifs des investisseurs personnes morales,</p>	<p>En cours de consultation jusqu'à mi-août auprès des</p>

<i>monétaire et financier)</i>	conditions d'accès à la profession, niveau minimal des garanties apportées par l'assurance RCP, conditions d'exercice du droit de rétractation.	professionnels. Nécessite un avis du CCLRF.
Article 50 LSF (<i>article L. 341-7 du code monétaire et financier</i>)	Décret relatif aux modalités de constitution et de tenue du fichier des démarcheurs (article L341-7 du code monétaire et financier).	Publication en attente de la finalisation de la négociation avec la Banque de France (convention). Avis conforme de la CNIL.
Article 50 LSF (<i>art. L. 341-8 du code monétaire et financier</i>)	Arrêté relatif au modèle de carte de démarchage.	Consultation achevée et texte prêt. En attente de pouvoir être soumis au CCLRF.
Article 55 LSF (<i>art. L. 541-2, L. 541-3, L. 541-4 et L. 541-5 du code monétaire et financier</i>)	Décret relatif à la création d'un statut de conseiller en investissements financiers (CIF) et d'une liste des CIF tenue par les professionnels et centralisée par l'AMF.	Consultation par l'AMF achevée et texte prêt. Avis conforme de la CNIL. Signature subordonnée à l'avis de la Commission de la réglementation de l'Assurance en septembre (ou du CCLRF s'il est constitué à cette date).
Article 64 LSF (<i>art. L. 214-41 et L. 214-46 du code monétaire et financier</i>) Article 65 LSF (<i>art. L. 214-48 du code monétaire et financier</i>)	Décrets relatifs aux fonds commun de créances : conditions dans lesquelles un FCC peut emprunter ou émettre des titres de créances, conditions dans lesquelles un FCC peut déroger à l'interdiction de cession de créances non échues ou déchues de leur terme, énonciations du bordereau de cession de créances, modalités de fonctionnement du compte d'affectation spéciale, modalités d'exercice de la fonction de dépositaire des créances et liquidités d'un FCC, conditions d'exercice de la conservation des créances du FCC par le cédant ou l'organisme de recouvrement des créances.	Décret transmis au Conseil d'Etat pour examen le 16 juillet 2004.
Article 80 LSF (<i>art. L. 124-5 du code des assurances</i>)	Décret relatif à la responsabilité civile générale.	Transmis pour avis au Conseil d'Etat le 30 juin 2004.
Article 89 LSF (<i>art. L. 322-2-1 et L. 322-26-2 du code des assurances</i>)	Décret relatif à l'administration des sociétés d'assurance mutuelles.	Décret transmis au Conseil d'Etat pour examen le 30 juin 2004.

Article 122 LSF (<i>art. L. 621-18-2 du code monétaire et financier</i>)	Décret relatif aux obligations de déclaration des transactions des dirigeants d'une personne faisant appel public à l'épargne.	Projet de décret prêt. Lancement de la procédure de consultation des professionnels.
Article 126 LSF (<i>art. L. 452-1 et L. 452-2 du code monétaire et financier</i>)	Décret relatif au régime des associations de défense des investisseurs.	Projet de décret en discussion interdirectionnelle.
<p>Articles 135 LSF (<i>modifiant l'article 30 de la loi n° 84-148 du 1^{er} mars 1984 relative à la prévention et au règlement amiable des difficultés des entreprises</i>)</p> <p>Article 136 LSF (<i>modifiant l'article 13 de la loi n° 85-11 du 3 janvier 1985 relative aux comptes consolidés de certaines sociétés commerciales et entreprises publiques</i>)</p>	Décret relatif aux seuils pour la nomination de commissaires aux comptes dans les établissements publics et pour la production de comptes consolidés.	Projet de décret prêt, envoyé pour accord à la chancellerie en juillet 2004.

I. L'ADOPTION À DES RYTHMES VARIABLES DES MESURES RÉGLEMENTAIRES D'APPLICATION

A. TITRE I^{ER} : LA MODERNISATION DES AUTORITÉS DE CONTRÔLE

La plupart des décrets concernant les dispositions visées au titre premier de la loi de sécurité financière (« *Modernisation des autorités de contrôle* ») ont été adoptés. Une célérité toute particulière doit être relevée pour l'AMF, mise en place moins de quatre mois après la publication de la loi de sécurité financière au Journal officiel. **Cette relative célérité peut s'expliquer par la précision des dispositions législatives et par un travail en amont** pour l'application de dispositions qui, pour l'essentiel, ont fusionné des autorités préexistantes.

Votre rapporteur général a étudié successivement les dispositions relatives à l'AMF (chapitre premier du titre premier de la loi), celles relatives aux autorités de régulation des entreprises d'assurance, des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (chapitre II du titre premier) et diverses dispositions et mesures transitoires (chapitre III du titre premier).

1. L'Autorité des marchés financiers

L'ensemble des mesures réglementaires relatives à l'AMF, visées aux articles 3 à 20 de la loi de sécurité financière, ont été adoptées.

a) Le décret du 21 novembre 2003 sur le fonctionnement interne et la procédure applicable à l'AMF

Le décret en Conseil d'Etat n° 2003-1109 du 21 novembre 2003 a précisé le fonctionnement interne et la procédure applicable à l'AMF, notamment son régime indemnitaire et comptable, en consolidant les pratiques antérieures de la Commission des opérations de bourse (COB) et du Conseil des marchés financiers (CMF).

Le **chapitre premier** précise les modalités de réunion et de délibération du collège de l'AMF, de sa commission des sanctions (en prévoyant la possibilité de constituer en son sein des sections) et de ses commissions spécialisées.

Quelques difficultés se sont posées lorsque les pratiques de la COB et du CMF divergeaient. En particulier, le CMF envoyait son rapport aux personnes contrôlées avant l'ouverture de la procédure de sanction, alors que la COB considérait que le respect d'une procédure contradictoire (et

l'envoi de ses rapports d'enquête aux personnes contrôlées) ne s'appliquait qu'à compter de l'ouverture de la procédure de sanction. Pour le fonctionnement de la nouvelle autorité, il a été choisi que l'AMF procède à l'envoi de son rapport avant l'ouverture de la procédure de sanction lorsque les enquêtes et les contrôles concernent un professionnel, suivant la pratique antérieure du CMF. En revanche, en cas d'enquêtes réalisées dans le cadre de procédures relevant du délit d'initié (conduites auparavant par la COB), la transmission par l'AMF n'a lieu qu'après le déclenchement de la procédure de sanction.

Le **chapitre 2**, relatif aux pouvoirs de l'AMF, rappelle les moyens en personnel dont elle dispose ou auxquels elle peut recourir, ainsi que les pouvoirs d'enquête et les suites des contrôles (section 1), fait état de son pouvoir d'injonction et de prendre des mesures d'urgence (section 2), précise la procédure de sanction (section 3), les notifications par voie d'huissier (section 4) et la coopération avec les autorités étrangères (section 5).

Les voies de recours sont présentées au **chapitre 3**. Votre rapporteur général rappelle que les recours contre les décisions relatives aux agréments et aux sanctions relèvent des juridictions administratives, et ceux contre les autres décisions de portée individuelle de la Cour d'appel de Paris.

Le **chapitre 4** précise l'organisation administrative (section 1) et le **régime budgétaire et comptable** (section 2, *cf. encadré ci-dessous*), conformément aux principes d'autonomie administrative et financière de l'AMF.

« Les comptes sont établis selon les règles du plan comptable général » (article 34), l'AMF étant dotée d'un agent comptable nommé par arrêté du ministre chargé du budget.

Des moyens suffisants pour la commission des sanctions tendent à être garantis par la consultation du président de la commission des sanctions, recueilli par le secrétaire général avant la délibération du collège sur le budget.

Le secrétaire général a la faculté d'accorder des remises gracieuses, ainsi que des remises totales des majorations de retards ou des pénalités, après l'avis conforme de l'agent comptable.

Dispositions relatives au régime budgétaire et comptable de l'AMF (extraits)

« Section 2 : Régime budgétaire et comptable.

« Article 32

« L'exercice budgétaire et comptable débute le 1er janvier et s'achève le 31 décembre.

« Le collège arrête le budget de l'Autorité des marchés financiers chaque année avant le début de l'exercice. Le budget comporte la prévision des recettes attendues et des dépenses nécessitées par l'exercice des missions confiées à l'Autorité des marchés financiers. Il peut être modifié en cours d'année. Les crédits inscrits au budget n'ont pas de caractère limitatif.

« Avant que le collège ne délibère sur le budget, le secrétaire général recueille l'avis du président de la commission des sanctions sur les moyens affectés à son fonctionnement.

« Les délibérations du collège relatives au budget et à ses modifications sont exécutoires de plein droit à l'issue du délai dont dispose le commissaire du Gouvernement pour demander une seconde délibération.

« Article 33

« L'Autorité des marchés financiers est dotée d'un agent comptable nommé par arrêté du ministre chargé du budget.

« L'agent comptable est responsable personnellement et pécuniairement (...).

« Article 34

« Les comptes de l'Autorité des marchés financiers sont établis selon les règles du plan comptable général. Celui-ci peut faire l'objet d'adaptations proposées par le secrétaire général après avis du collège et approuvées par le ministre chargé du budget.

« Les taux d'amortissement et de dépréciation ainsi que les modalités de tenue des inventaires sont fixés par le règlement comptable et financier.

« L'agent comptable établit un compte financier au terme de chaque exercice. Le compte financier comprend le compte de résultat, le bilan, l'annexe, la balance générale des comptes à la clôture de l'exercice, le tableau de rapprochement des prévisions et des réalisations effectives et, le cas échéant, la balance des comptes spéciaux.

« Le compte financier de l'Autorité des marchés financiers est préparé par l'agent comptable et soumis par le secrétaire général au collège qui entend l'agent comptable. Le compte financier est arrêté par le collège. Il est transmis à la Cour des comptes par le secrétaire général de l'Autorité des marchés financiers, accompagné des délibérations du collège relatives au budget, à ses modifications et au compte financier, et de tous les autres documents demandés par les ministres ou par la cour, dans les quatre mois qui suivent la clôture de l'exercice.

« Le rapport annuel fait une présentation du compte financier et reproduit le compte de résultat et le bilan.

« Article 35

« L'agent comptable est tenu de faire diligence pour assurer le recouvrement de toutes les ressources de l'Autorité des marchés financiers (...).

« Article 38

« Le secrétaire général peut décider, après l'avis conforme de l'agent comptable :

« 1° En cas de gêne des débiteurs, d'accorder une remise gracieuse des créances de l'Autorité des marchés financiers (...);

« 2° Sur demande justifiée des débiteurs, d'accorder la remise totale ou partielle des majorations de retard ou des pénalités appliquées aux droits et contributions mentionnés à l'article L. 621-5-4 du code monétaire et financier ;

« 3° Une admission en non-valeur des créances de l'Autorité des marchés financiers, en cas d'irrecouvrabilité avérée ou d'insolvabilité des débiteurs.

« Le collège fixe le montant au-delà duquel l'une des remises mentionnées au 1° ou 2° est soumise à son approbation. (...)

« Article 40

« Toutes les dépenses doivent être liquidées et ordonnancées au cours de l'exercice auquel elles se rattachent. Les dépenses de l'Autorité des marchés financiers sont réglées par l'agent comptable sur l'ordre donné par le secrétaire général ou après avoir été acceptées par ce dernier. (...)

« Article 43

« L'Autorité des marchés financiers dépose ses fonds au Trésor (...). Les fonds de l'Autorité des marchés financiers peuvent donner lieu à rémunération et faire l'objet de placements selon les conditions générales définies par le collège.

Source : extraits du décret n° 2003-1109 du 21 novembre 2003 relatif à l'Autorité des marchés financiers

Le **chapitre 5** est relatif au régime du personnel. Conformément aux dispositions de l'article 7 de la loi de sécurité financière, l'article 46 du décret du 21 novembre 2003 précité rappelle que l'AMF peut employer des personnels de statuts divers :

« Les agents contractuels de droit public de l'Autorité des marchés financiers peuvent être employés à temps plein ou à temps partiel, pour une durée déterminée ou indéterminée.

« Des fonctionnaires, des magistrats ou des militaires peuvent être détachés ou mis à disposition auprès de l'Autorité des marchés financiers dans les conditions prévues par leur statut respectif.

« L'Autorité des marchés financiers peut mettre à disposition des agents contractuels de droit public et des salariés de droit privé auprès d'un autre employeur public ou se voir mettre à disposition du personnel par un autre employeur public. Ces mises à dispositions font l'objet d'une convention conclue entre l'Autorité des marchés financiers et l'autre employeur ».

Les agents de droit privé bénéficient d'un régime de protection sociale spécifique, comportant une retraite complémentaire obligatoire et la possibilité de mettre en place une protection sociale complémentaire.

Conformément au premier alinéa de l'article 55 du décret du 21 novembre 2003 précité, « *les rémunérations des personnels peuvent comporter une part variable destinée à rétribuer l'effort et la performance* ».

Le **chapitre 6** procède à l'abrogation de diverses dispositions législatives.

Le **chapitre 7** comporte des dispositions transitoires, relatives notamment au règlement intérieur et à la désignation des membres lors de la première séance du collège de l'AMF.

b) Le décret du 26 décembre 2003 sur le montant du droit dû par les personnes soumises au contrôle de l'AMF

Le décret n° 2003-1290 du 26 décembre 2003 précise le montant du droit fixe dû par les personnes soumises au contrôle de l'AMF, en application de l'article 7 de la loi.

Le taux fixe retenu pour la contribution au budget de l'AMF des personnes soumises à son contrôle devrait lui permettre de disposer de **ressources de l'ordre de 41 millions d'euros, auxquelles devraient s'ajouter des ressources propres complémentaires de l'ordre de 1,5 million d'euros.**

Ce niveau de ressources apparaît conforme aux prévisions effectuées lors de la discussion du projet de loi, alors que votre rapporteur général avait insisté sur le niveau des ressources de l'AMF nécessaire au bon accomplissement de ses missions. **Ces prévisions devraient en outre être dépassées en 2004**, car elles sont fondées sur une estimation prudente correspondant aux années 2002 et 2003 – marquées par un faible nombre d'introductions en bourse et d'offres publiques d'achat.

c) Les mesures nominatives

Les mesures de nomination des membres de l'AMF ont également été adoptées. Seule la nomination du président de l'AMF relève d'un décret du président de la République.

En particulier, en application de l'article 3 de la loi de sécurité financière, un décret du 21 novembre 2003 a procédé à la nomination de M. Michel Prada comme président de l'AMF.

2. Les autorités de régulation des entreprises d'assurance, des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

a) Les mesures réglementaires relatives au Comité des entreprises d'assurance

En application de l'article 29 de la loi de sécurité financière, le décret en Conseil d'Etat n° 2004-221 du 12 mars 2004 relatif au comité des entreprises d'assurances et modifiant le code des assurances a précisé certaines modalités de fonctionnement de ce comité, qui s'était déjà réuni à plusieurs reprises à la date du 22 juillet 2004. Pour l'essentiel, le décret précité a repris certaines modalités applicables au Comité des établissements de crédits et des entreprises d'investissement (CECEI).

Suite à l'adoption du décret du 12 mars 2004 précité, il a été procédé à la nomination, par arrêté du 20 avril 2004 publié au Journal officiel du 24 avril 2004, du président, du secrétaire général et des membres du comité des entreprises d'assurance (*cf. encadré ci-dessous*). M. Didier Pfeiffer a été nommé président du Comité, et M. Hervé de Villeroché, secrétaire général.

Arrêté du 20 avril 2004 portant nomination au comité des entreprises d'assurance et désignation du secrétaire général du comité des entreprises d'assurance

« Par arrêté du ministre d'Etat, ministre de l'économie, des finances et de l'industrie, en date du 20 avril 2004 :

« M. Didier Pfeiffer est nommé président du Comité des entreprises d'assurance pour une période de trois ans à compter de la publication du présent arrêté. Son suppléant, pour la même durée, est M. Antoine Mérieux.

« Sont nommés membres du Comité des entreprises d'assurance pour une période de trois ans à compter de la publication du présent arrêté :

« 1. Sur proposition du vice-président du Conseil d'Etat

« M. Jacques Bonnot, en qualité de titulaire.

« M. Rémi Bouchez, en qualité de suppléant.

« 2. Sur proposition du premier président de la Cour de cassation

« Mme Claudie Aldigé, en qualité de titulaire.

« M. Yves Breillat, en qualité de suppléant.

« 3. Au titre des représentants des entreprises d'assurance

« M. Bernard Pottier, en qualité de titulaire, et M. André Renaudin, en tant que suppléant.

« M. Michel Rémond, en qualité de titulaire, et M. Jean-Luc de Boissieu, en tant que suppléant.

« 4. Au titre du représentant des entreprises mentionnées à l'article L. 310-1-1 du code des assurances

« M. Denis Kessler, en qualité de titulaire.

« M. Thierry Masquelier, en qualité de suppléant.

« 5. Au titre du représentant du personnel des entreprises d'assurance

« M. Claude Oreja, en qualité de titulaire.

« M. Michel Cougoureux, en qualité de suppléant.

« 6. Au titre des personnalités choisies en raison de leur compétence en matière d'assurance

« M. Georges Durry, en qualité de titulaire, et M. Laurent Leveneur, en tant que suppléant.

« M. Jean-François Debrois, en qualité de titulaire, et M. Daniel Zajdenweber, en tant que suppléant.

« M. Hervé de Villeroché est nommé secrétaire général du Comité des entreprises d'assurance ».

Source : Journal officiel du 24 avril 2004, p.7504

b) Les mesures relatives à la Commission de contrôle des assurances, des mutuelles et des institutions de prévoyance

(1) Le décret du 15 juillet 2004 relatif à l'organisation et au fonctionnement de la CCAMIP

En application des articles 30 à 32 de la loi de sécurité financière, a été adopté le **décret** en Conseil d'Etat n° 2004-693 **du 15 juillet 2004 relatif à l'organisation et au fonctionnement** de la Commission de contrôle des assurances, des mutuelles et des institutions de prévoyance (CCAMIP), modifiant les parties réglementaires du code des assurances (article 1^{er}), du code de la sécurité sociale (article 2) et du code de la mutualité (article 3).

Selon les informations communiquées à votre rapporteur général, le changement de gouvernement intervenu début avril aurait retardé la publication du décret du 15 juillet 2004 précité, structuré en trois parties : l'organisation et le fonctionnement de la CCAMIP, l'exercice de son pouvoir de contrôle et l'exercice de son pouvoir de sanction.

A l'article 1^{er} du décret du 15 juillet 2004 précité, s'agissant de **l'organisation et du fonctionnement de la CCAMIP (section I du chapitre II du titre I^{er} du livre III du code des assurances)**, le décret du 15 juillet 2004 précité a précisé, dans une **sous-section I « Organisation de la commission »**, les modalités de réunion et de délibération de la CCAMIP (article R. 310-11 du code des assurances), les possibilités de constituer des commissions spécialisées (article R. 310-12 du code des assurances) et le délai de trois jours ouvrés dont dispose chaque commissaire du gouvernement, suivant la réunion de la CCAMIP, pour demander une deuxième délibération (article R. 310-12-1 du code des assurances).

La **sous-section 2** définit le **régime budgétaire et comptable** (articles R. 310-12-2 à R. 310-12-11 du code des assurances), proche de celui de l'AMF. Les comptes sont établis selon les règles du plan comptable général, la CCAMIP étant dotée d'un agent comptable nommé par arrêté du ministre chargé du budget. Le secrétaire général a la faculté d'accorder des remises gracieuses, ainsi que des remises totales des majorations de retards ou des pénalités, après l'avis conforme de l'agent comptable.

La **sous-section 3**, relative au régime du **personnel**, précise les positions des fonctionnaires mis à la disposition de la CCAMIP (article R. 310-12-12 du code des assurances).

La **section II du chapitre II du titre I^{er} du livre III du code des assurances** concerne l'exercice du **pouvoir de contrôle** (articles R. 310-13 à R. 310-17 du code des assurances), incombant à des commissaires-contrôleurs assermentés, recrutés dans des conditions déterminées par décret en Conseil d'Etat.

La **section III du chapitre II du titre I^{er} du livre III du code des assurances** précise l'exercice du **pouvoir de sanction** (articles R. 310-18 à R. 310-19 du code des assurances).

Les modalités de l'engagement d'une procédure de sanction, sur la base d'un rapport de contrôle et sur saisine de la CCAMIP par son secrétaire général, sont précisées par l'article R. 310-18 du code des assurances :

« Art. R. 310-18. - Lorsque la commission de contrôle, saisie par son secrétaire général sur le fondement d'un rapport de contrôle réalisé par ses services, décide de l'ouverture d'une procédure de sanction dans le cadre des articles L. 310-18 et L. 310-18-1 du présent code, de l'article L. 951-10 du code de la sécurité sociale ou de l'article L. 510-11 du code de la mutualité, la notification des griefs est adressée, par lettre recommandée avec demande d'avis de réception, remise en main propre contre récépissé ou exploit d'huissier, à la personne mise en cause, accompagnée du rapport de contrôle.

« La personne mise en cause transmet ses observations écrites au président de la commission dans un délai de quinze jours. La notification des griefs mentionne ce délai et précise que la personne mise en cause peut prendre connaissance et copie des autres pièces du dossier auprès de la commission et se faire assister ou représenter par tout conseil de son choix ».

Il a été procédé à des modifications, similaires à celles opérées par l'article 1^{er} du décret pour le code des assurances, dans le code de la sécurité sociale (article 2 du décret) et le code de la mutualité (article 3).

(2) Les mesures nominatives

En application de l'article 31 de la loi de sécurité financière, un **décret du 17 juillet 2004 a procédé à la nomination de M. Philippe Jurgensen comme président de la CCAMIP** et de M. Raoul Briet comme suppléant au président de la CCAMIP. Les autres membres de la CCAMIP ont été nommés par un arrêté également en date du 17 juillet 2004.

(3) Le décret du 22 décembre 2003 relatif à la marge de solvabilité des entreprises d'assurance

En outre, le **décret en Conseil d'Etat n° 2003-1236 du 22 décembre 2003** a porté transposition des dispositions réglementaires des directives 2002/12/CE et 2002/13/CE du Parlement européen et du Conseil du 5 mars 2002, modifiant les directives 79/267/CEE et 73/239/CEE en ce qui concerne l'exigence de marge de solvabilité des entreprises d'assurance vie et non-vie.

Dans son rapport en première lecture sur le projet de loi de sécurité financière, votre rapporteur général avait souligné l'urgence de procéder à la transposition de ces directives « Solvabilité I », opérée pour l'essentiel par l'article 32 de la loi de sécurité financière, et portant sur des aménagements limités du droit existant :

« L'article L. 323-1-1 du code des assurances permet actuellement à la CCA, « lorsque la situation financière d'une (entreprise d'assurance) est telle que les intérêts des assurés et bénéficiaires des contrats sont compromis ou susceptibles de l'être » de prendre « les mesures d'urgence nécessaires à la sauvegarde de l'intérêt des assurés ».

« A ce titre, elle peut :

« - mettre l'entreprise sous surveillance spéciale ;

« - restreindre ou interdire la libre disposition de tout ou partie des actifs de l'entreprise ;

« - limiter ou suspendre certaines opérations ;

« - désigner un administrateur provisoire à qui sont transférés les pouvoirs nécessaires à l'administration et à la direction de l'entreprise.

« De façon analogue, l'article L. 323-1-2 prévoit que lorsque la situation financière d'une entreprise de réassurance est telle que sa solvabilité est compromise ou susceptible de l'être, la CCA peut :

« - mettre cette entreprise sous surveillance spéciale ;

« - restreindre ou interdire la libre disposition de tout ou partie des actifs de l'entreprise ;

« - limiter ou suspendre certaines opérations ;

« - désigner un administrateur provisoire à qui sont transférés les pouvoirs nécessaires à l'administration et à la direction de l'entreprise.

« Les directives dites "Solvabilité I" doivent faire l'objet d'une transposition en droit français au plus tard le 20 septembre 2003.

« Ces directives ont pour objet d'apporter des améliorations limitées au dispositif actuel - notamment pour assurer une meilleure prise en compte des " risques à déroulement long " comme la responsabilité civile - et d'actualiser les seuils utilisés pour déterminer la marge de solvabilité et le fonds de garantie minimum des entreprises d'assurance. (...)

« Une seule modification législative est nécessaire en droit français pour transcrire « Solvabilité I ». Elle est prévue au 2° du IV du présent article qui complète l'article L. 323-1-1 pour prévoir que, dans le cadre des mesures urgentes que peut prendre la CCAMIP, elle peut également :

- « exiger de l'entreprise une marge de solvabilité plus importante que celle prescrite par la réglementation afin que l'entreprise soit rapidement en mesure de satisfaire à l'ensemble des exigences de solvabilité » (le niveau de cette exigence supplémentaire de marge de solvabilité est déterminé par décret en Conseil d'Etat) ;

- « par entreprise, revoir à la baisse les éléments admis à constituer la marge de solvabilité dans des conditions fixées par décret en Conseil d'Etat ».

« A la même occasion,

« - le 1° du IV du présent article propose aussi quelques modifications de l'article L. 323-1-1 pour prévoir que la CCAMIP doit considérer non plus la seule situation financière d'une entreprise d'assurance soumise à son contrôle, mais la situation financière d'un « organisme » soumis à son contrôle ou « ses conditions de fonctionnement » ;

« - le V du présent article propose de prévoir dans l'article L. 323-1-2 que la CCAMIP dispose à l'égard des entreprises de réassurance des mêmes pouvoirs qu'à l'égard de l'ensemble des organismes qu'elle contrôle »¹.

B. TITRE II : LA SÉCURITÉ DES ÉPARGNANTS ET DES ASSURÉS

1. Dispositions relatives aux OPCVM

Le titre II, qui mêle des aspects très techniques et des dispositions ayant une incidence concrète sur les épargnants, comporte un assez grand nombre de décrets d'application, **dont la majorité n'ont pas encore été publiés**. Deux décrets importants ont toutefois été pris s'agissant des OPCVM.

Les articles 58 (modification de la liste des actifs éligibles des OPCVM), 59 (suppression de l'obligation d'émettre des parts à tout moment), et 62 (possibilité de créer différentes catégories de parts ou actions), relatifs au cadre réglementaire général des OPCVM, ont fait l'objet des décrets d'application n° **2003-1103**² - décret de référence pour la gestion des OPCVM, quelque soit leur catégorie (de droit commun, allégés, à formule, fonds de fonds...) – et **2003-1104**³, qui modifient des décrets de septembre 1989 et ont été publiés au JO du 22 novembre 2003.

a) Actifs éligibles et utilisation des dérivés de crédit (article 58)

Le nouveau texte de l'article L. 214-4 du code monétaire et financier, introduit par l'article 58 de la LSF, fait référence à un décret en Conseil d'Etat pour la fixation des conditions et limites afférentes à l'actif des OPCVM. Cette formulation reprend celle de la version antérieure de l'article L. 214-4, et le décret n° 2003-1103 y afférent a ainsi modifié le chapitre 1^{er} du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989 relatif aux dispositions communes aux OPCVM, et plus particulièrement les sections 1 et 2 de ce chapitre, qui traitent respectivement des **règles générales de composition de l'actif et des instruments financiers à terme** :

- l'article 1^{er} du décret mentionne les grandes catégories d'actifs éligibles des OPCVM ;

¹ Sénat, rapport n° 206 (2002-2003), p. 219-221.

² Décret n° 2003-1103 du 21 novembre 2003, modifiant le décret n° 89-623 du 6 septembre 1989 pris en application de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances.

³ Décret n° 2003-1104 du 21 novembre 2003, modifiant le décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 modifié pris en application de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances.

- l'article 2 précise les caractéristiques des instruments financiers et titres de créances négociables éligibles ;

- l'article 2-1 précise les caractéristiques des **dépôts** dans lesquels les OPCVM, depuis la loi de sécurité financière, peuvent désormais investir ;

Article 2-1, relatif aux dépôts éligibles à l'actif des OPCVM, du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989, modifié par le décret n° 2003-1103 du 21 novembre 2003

« Les dépôts mentionnés au 1° de l'article 1^{er} éligibles à l'actif d'un organisme de placement collectif en valeurs mobilières respectent chacune des cinq conditions suivantes :

« 1° Ils sont effectués auprès d'un établissement de crédit dont le siège est établi dans un État membre de la Communauté européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen ou auprès d'un établissement de crédit dont le siège est établi dans un autre État dès lors qu'il répond à des critères de sécurité suffisante fixés par l'Autorité des marchés financiers ;

« 2° Ils sont conclus conformément à une convention-cadre de place française ou internationale, approuvée par l'Autorité des marchés financiers, et qui fixe leur condition de rémunération, leur terme ainsi que leurs modalités de remboursement ou de retrait ;

« 3° Leur terme est inférieur ou égal à douze mois ;

« 4° Ils peuvent être remboursés ou retirés à tout moment à la demande de l'organisme de placement collectif en valeurs mobilières pour une mise à disposition des fonds sous vingt-quatre heures maximum sous réserve des heures limites de paiement en devises ;

« 5° La somme versée en réponse à une demande de remboursement, y compris intérêts éventuels, est supérieure ou égale à la valeur initiale du dépôt. »

- l'article 3 définit le contenu du ratio de 10 %, communément appelé « **ratio poubelle** », par lequel l'actif des OPCVM peut être composé d'actifs très diversifiés ;

- les articles 4 à 4-3-1 définissent les nombreux ratios de dispersion des risques de l'actif des OPCVM, et l'article 5 les ratios d'emprise ;

- la section 2 du chapitre 1^{er} du décret, relative aux règles applicables aux instruments financiers à terme et aux acquisitions et cessions temporaires de titres, précise en particulier, dans l'article 4-6, les conditions de conclusion par les OPCVM de contrats portant sur des **dérivés de crédit**.

Article 4-6, relatif aux dérivés de crédit conclus par les OPCVM, du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989, modifié par le décret n° 2003-1103 du 21 novembre 2003

« Un organisme de placement collectif en valeurs mobilières peut conclure des contrats constituant des instruments financiers à terme répondant aux caractéristiques des dérivés de crédit définis par les conventions mentionnées à l'article L. 431-7 du code monétaire et financier, dans les conditions fixées aux articles 4-4 et 4-5 et à chacune des conditions suivantes :

« 1° La société de gestion assurant directement ou par délégation la gestion de l'organisme de placement collectif en valeurs mobilières qui conclurait au moins un tel contrat doit au préalable faire approuver par l'Autorité des marchés financiers un **programme d'activités spécifique**. Celui-ci doit notamment prévoir des systèmes de gestion et une organisation permettant :

« a) **Une évaluation quotidienne** par la société de gestion des contrats précités. Cette évaluation fait l'objet d'une comparaison au moins mensuelle avec une évaluation externe ;

« b) **Une analyse des risques**, réalisée par une unité indépendante des unités commerciales et opérationnelles et soumise au moins semestriellement à l'organe délibérant de la société de gestion en vue notamment de la définition de limites ;

« c) L'exercice d'un **contrôle interne** indépendant des fonctions opérationnelles.

« 2° Le montant de l'engagement résultant des contrats précités conclus par un organisme de placement collectif en valeurs mobilières avec une entreprise liée à sa société de gestion au sens du dernier alinéa du V de l'article 10 ne doit pas représenter plus de 20 % du montant de l'engagement résultant des contrats mentionnés au présent article.

« 3° Les **émetteurs** sur lesquels reposent le risque de crédit peuvent être :

« a) Un ou plusieurs États ;

« b) Un ou plusieurs organismes publics internationaux dont un ou plusieurs États membres de la Communauté européenne sont membres ;

« c) Une ou plusieurs collectivités territoriales de la Communauté européenne ;

« d) Une ou plusieurs personnes morales ayant émis au moins :

« (i) Soit des titres de créance répondant aux critères définis au II de l'article 2 ou des titres de créance admis aux négociations sur un marché réglementé au sens du I de l'article 2, et ayant rendu publique pour au moins une émission de tels titres de créance au moins une notation obtenue auprès d'un organisme figurant sur une liste arrêtée par le ministre chargé de l'économie ;

« (ii) Soit des titres de capital admis aux négociations sur un marché réglementé au sens du I de l'article 2 ;

« e) Plusieurs entités relevant des catégories a à d ci-dessus.

« 4° Le **dénouement des engagements** créés par ces contrats ne peut donner lieu qu'à la livraison ou au transfert d'actifs éligibles à l'actif d'un organisme de placement en valeurs mobilières ».

b) Conclusion de contrats constituant des instruments financiers à terme (article 59)

Le texte de l'article L. 214-7 du code monétaire et financier, rétabli par l'article 59 de la LSF, fait référence à un décret en Conseil d'Etat fixant les limites et conditions dans lesquelles un OPCVM peut conclure des contrats

constituant des instruments financiers à terme. Ainsi qu'il a été évoqué *supra*, la section 2 du chapitre 1^{er} du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989, modifié par le décret n° 2003-1103 du 21 novembre 2003, et plus particulièrement l'article 4-5 de ce décret, précise les conditions de conclusion de tels instruments par les OPCVM.

Article 4-5 du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989, modifié par le décret n° 2003-1103 du 21 novembre 2003

« I - Un organisme de placement collectif en valeurs mobilières peut conclure des contrats constituant des instruments financiers à terme en vue de protéger ses actifs ou de réaliser son objectif de gestion, aux conditions fixées à l'article 4-4 et à chacune des deux conditions suivantes :

« 1° L'engagement de l'organisme de placement collectif en valeurs mobilières sur les instruments financiers à terme ne doit pas être supérieur à la valeur de son actif ;

« 2° Les contrats ont les caractéristiques suivantes :

*« a) Soit ils sont conclus **sur** les marchés à terme réglementés mentionnés à l'article L. 214-42 du code monétaire et financier ;*

« b) Soit ils constituent des contrats à terme sur taux d'intérêt ou sur taux de change sur des marchés dont les règles définissent les conditions de fonctionnement, les conditions d'accès et de négociation, qui fonctionnent régulièrement et qui disposent d'une chambre de compensation prévoyant des exigences en matière de marges journalières. La liste de ces marchés est arrêtée par le ministre chargé de l'économie ;

« c) Soit, lorsqu'ils ne sont pas conclus sur un des marchés mentionnés au a ou b, ils répondent à chacune des trois conditions suivantes :

« (i) Ils peuvent être dénoués ou liquidés à tout moment, à leur valeur de marché ou à une valeur prédéterminée, à l'initiative de l'organisme de placement collectif en valeurs mobilières ;

« (ii) Ils sont conclus avec un établissement mentionné au quatrième alinéa du I de l'article 4-4 ;

« (iii) Ils sont conclus conformément à une convention-cadre de place française ou internationale mentionnée à l'article L. 431-7 du code monétaire et financier.

« II - À l'exception des contrats constituant des instruments financiers à terme fondés sur des indices répondant aux conditions définies au II de l'article 16, l'investissement sous-jacent à ces contrats est pris en compte pour l'application des dispositions des six premiers alinéas de l'article L. 214-4 du code monétaire et financier ».

c) OPCVM à règles d'investissement allégées (article 63)

L'article L. 214-35 du code monétaire et financier, introduit par l'article 63 relatif aux OPCVM réservés à certains investisseurs, prévoit qu'un décret en Conseil d'Etat fixe les conditions dans lesquelles un OPCVM à

règles d'investissement allégées peut déroger aux dispositions de l'article L. 214-4 du même code, qui fixe la liste des actifs éligibles des OPCVM et les principales limitations de leur détention.

Le décret « modificateur » n° 89-623, précité et modifié par le décret n° 2003-1103, comporte un chapitre VI relatif aux dispositions particulières aux OPCVM à règles d'investissement allégées (avec ou sans effet de levier). **Les ratios de dispersion des risques sont ainsi assouplis** par les articles 14, 14-1 et 14-2 de ce décret : ces OPCVM peuvent par exemple investir jusqu'à la moitié (et non pas 5 ou 10 %) de leur actif en parts ou actions d'un même OPCVM, en titres (actions, titres donnant accès à terme au capital ou titres de créances) d'un même émetteur, ou en titres de créances ou parts d'un même fonds commun de créances, et jusqu'à 35 % (au lieu de 20 % pour les OPCVM de droit commun) de leur actif en dépôts placés auprès du même établissement.

2. Le décret du 17 février 2004 étendant la compétence du Fonds de garantie des accidents de circulation et de chasse et du Fonds de garantie des assurances obligatoires de dommages

Le décret en Conseil d'Etat n° 2004-176 du 17 février 2004 a précisé les conditions d'application des articles 81 et 82 de la loi de sécurité financière, relatifs à l'extension de la compétence du Fonds de garantie des accidents de circulation et de chasse et du Fonds de garantie des assurances obligatoires de dommages.

En outre, dès novembre 2003, un arrêté du ministre de l'économie, des finances et de l'industrie a fixé un **modèle pour la fiche d'information** décrivant le fonctionnement dans le temps des garanties déclenchées par le fait dommageable et de celles déclenchées par la réclamation, ainsi que les conséquences de la succession des contrats ayant des modes de déclenchement différents.

3. Le décret du 22 décembre 2003 relatif à la transposition de la quatrième directive sur l'assurance automobile

En application de l'article 83 de la loi de sécurité financière, le décret n° 2003-1237 du 22 décembre 2003 a porté transposition des dispositions réglementaires de la quatrième directive communautaire sur l'assurance automobile.

Dans son rapport en première lecture sur le projet de loi de sécurité financière, votre rapporteur général avait rappelé que « *la directive 2000/26/CE du Parlement européen et du Conseil du 16 mai 2000, dite*

« IV^{ème} directive sur l'assurance automobile » vise à résoudre les cas dans lesquels un accident de la circulation survient en dehors de l'État membre de résidence de la victime. Elle s'applique également aux accidents impliquant deux ressortissants de l'Union Européenne dans n'importe lequel des 40 pays adhérant au système de la carte verte ».

4. L'information sur les contrats d'assurance vie en unités de compte

Lors de l'examen en deuxième lecture du projet de loi de sécurité financière par le Sénat, l'article 85, adopté sur l'initiative du gouvernement, a instauré une obligation d'information sur les frais de gestion des contrats d'assurance vie multi-supports, à chaque degré de gestion (en distinguant les frais de distribution) et sur la somme totale des frais de gestion.

Votre rapporteur général rappelle que cet amendement avait été adopté à la demande expresse de votre commission des finances, afin que l'épargnant dispose de la même qualité d'information selon qu'il choisit de détenir directement des parts d'OPCVM ou indirectement dans le cadre de contrats d'assurance vie multi-supports.

a) Une publication tardive

Alors que l'article 85 prévoyait l'entrée en vigueur des nouvelles dispositions au 1^{er} juillet 2004, votre rapporteur général déplore la publication particulièrement tardive, au Journal officiel du 29 juin 2004, de l'arrêté d'application du 21 juin 2004 modifiant et complétant certaines dispositions du code des assurances en matière d'assurance sur la vie.

Tout en expliquant ces importants délais par un travail préalable de concertation avec l'ensemble des professionnels, le ministère de l'économie, des finances et de l'industrie a tenu à relativiser les risques que comporterait cette publication tardive, afin que les entreprises d'assurance se conforment dans les meilleurs délais à ces nouvelles obligations. En réponse aux interrogations de votre rapporteur général, le ministère de l'économie, des finances et de l'industrie a indiqué.

Dans une réponse à un questionnaire de votre rapporteur général, le ministère de l'économie, des finances et de l'industrie a indiqué :

« Ce sujet délicat et important a nécessité une concertation approfondie avec tous les acteurs concernés. Les acteurs n'ont normalement pas eu à pâtir de la publication tardive, compte tenu de ce que (i) ils ont eu connaissance du contenu définitif des obligations déclaratives dès le début du mois de juin ; (ii) les informations immédiatement exigibles étaient

opérationnelles sur le plan technique (pas de nouveau traitement informatique, etc) ; les informations annuelles qui peuvent nécessiter des traitements plus lourds seront exigibles en fin d'exercice ».

b) La question du contenu de l'information : des progrès réels, mais des marges d'amélioration demeurent

Deux débats semblent avoir retardé l'application des dispositions prévues à l'article 85 : le **niveau de l'information** (doit-il porter sur chaque degré de gestion et pas seulement sur les frais globaux ?), et son **étendue** (l'information doit-elle porter sur les unités de comptes choisies ou sur l'ensemble de celles proposées à l'épargnant ?).

Selon l'arrêté d'application précité du 21 juin 2004, les caractéristiques des parts d'OPCVM constituant l'unité de compte sélectionnée doivent être « *au moins équivalentes à celles mentionnées dans le prospectus simplifié* », ou à défaut il faut mentionner l'adresse électronique où se procurer ce document. S'il s'agit d'un **progrès majeur permettant l'alignement effectif sur le régime applicable aux OPCVM**, votre rapporteur général s'est demandé si l'indication d'une adresse électronique ne pourrait pas soulever des **difficultés contentieuses, s'agissant de la charge de la preuve**.

Le ministère de l'économie, des finances et de l'industrie a clairement répondu à votre rapporteur général que cette disposition ne dispensait pas l'assureur de son obligation d'information :

« L'indication de l'adresse électronique du prospectus simplifié n'exonère pas l'assureur de l'obligation d'informer sur les caractéristiques principales de l'unité de compte, caractéristiques qui doivent être équivalentes à celles de ce prospectus. Cette disposition vise à indiquer à l'assuré l'existence du prospectus simplifié, et par suite, l'existence du prospectus complet prévu par le règlement 89-02 de l'AMF. Elle n'interfère en rien avec les dispositions générales applicables à la preuve de la remise de la note d'information prévue par l'article L. 132-5-1 du code des assurances qui est dans tous les cas à la charge de l'assureur »¹.

L'information porte sur les unités de compte choisies, comme pour la souscription directe d'OPCVM. S'agissant des unités proposées lors de la souscription, votre rapporteur général estime que les frais de gestion de chaque support doivent être précisés dans des fiches jointes, afin de permettre au souscripteur d'un contrat d'assurance vie multi-supports de disposer de cette information.

¹ Source : réponse du ministère de l'économie, des finances et de l'industrie à un questionnaire de votre rapporteur général.

En outre, l'arrêté précité du 21 juin 2004 prévoit qu'une nouvelle annexe de l'article A 132-4 du code des assurances rend obligatoire l'information sur :

- les frais prélevés par l'assureur sur la provision mathématique ou le capital garanti ;

- les frais pouvant être supportés par l'unité de compte, et les modalités de versement du produit ou des droits découlant de la détention de cette unité de compte.

L'information portera aussi désormais sur le rendement garanti et le taux moyen de rendement des actifs, le taux des frais prélevés par l'assureur, le taux des taxes et des prélèvements sociaux et le taux servi à l'assuré, net de frais et de prélèvements sociaux. Les principales modifications affectant les différentes unités de compte, leur valeur et leur évolution annuelle doivent également être communiquées.

Il convient d'observer que l'information consiste en l'indication, d'une part, des **frais prélevés directement par l'assureur** au titre de chaque unité de compte et, d'autre part, des **frais totaux prélevés par l'assureur et par les autres intermédiaires financiers** sur le nombre et la valeur de l'unité de compte. Cette information est délivrée lors de la souscription et chaque année, en cours d'exécution du contrat d'assurance-vie.

Les nouvelles obligations d'information sur les contrats en unités de compte issus de l'arrêté du 21 juin 2004, pris en application de l'article 85 de la loi de sécurité financière

« Article 1

« L'annexe à l'article A. 132-4 du code des assurances est ainsi modifiée :

« I. - Le f du 2° est remplacé par les dispositions suivantes :

« f) Précisions complémentaires relatives à certaines catégories de contrats : (...)

« - contrats comportant des garanties exprimées en unités de compte : énonciation des unités de compte de référence et pour chaque unité de compte sélectionnée par le souscripteur ou, en cas de contrat de groupe à adhésion facultative, par l'adhérent, indication des caractéristiques principales, de la somme, d'une part, des frais prélevés par l'entreprise d'assurance sur la provision mathématique ou le capital garanti et, d'autre part, des frais pouvant être supportés par l'unité de compte ainsi que des modalités de versement du produit des droits attachés à la détention de l'unité de compte. Pour chaque unité de compte constituée sous la forme d'une part ou d'une action d'organisme de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), l'indication des caractéristiques principales peut être valablement effectuée par la remise contre récépissé du prospectus simplifié visé par l'Autorité des marchés financiers.

En cas de non-remise du prospectus simplifié, l'assuré est informé de ses modalités d'obtention, ainsi que, le cas échéant, de l'adresse électronique où se procurer ce document ; (...)

« Article 2

« Dans la section III du chapitre II du titre III du livre I^{er} du code des assurances, il est ajouté un article A. 132-6 ainsi rédigé :

*« Art. A. 132-6. - **Lorsque l'unité de compte est une part ou une action d'OPCVM, les caractéristiques principales** mentionnées à l'article L. 132-5-1 sont :*

« 1^o Présentation succincte : la dénomination de l'organisme, sa forme juridique, le nom de la société de gestion et des éventuels délégataires de gestion ;

*« 2^o Informations concernant les placements et la gestion : la classification de l'organisme, l'objectif de gestion, la stratégie d'investissement, **le profil de risque**, la garantie ou protection éventuelle, le profil type de l'investisseur ;*

*« 3^o **Informations sur les frais et commissions de l'organisme ;***

« 4^o Lorsque plus de 10 % des actifs sont constitués par des parts ou des actions d'un autre organisme de placement collectif, l'indication du niveau d'investissement.

*« **Les informations concernant les caractéristiques principales mentionnées ci-dessus doivent être au moins équivalentes à celles mentionnées dans le prospectus simplifié visé par l'Autorité des marchés financiers.** »*

« Article 3

« Dans la section III du chapitre II du titre III du livre I^{er} du code des assurances, il est ajouté un article A. 132-7 ainsi rédigé :

« Art. A. 132-7. - I. - Le montant mentionné au premier alinéa de l'article L. 132-22 est de 2 000 EUR.

*« II. - Pour l'application du septième alinéa de l'article L. 132-22, **les informations suivantes sont communiquées à l'assuré :***

*« - **le taux d'intérêt garanti** par le contrat et le taux d'intérêt correspondant au montant affecté aux provisions mathématiques du contrat provenant de la participation aux bénéfices ou des reprises de provision pour participation aux bénéfices ;*

*« - **le taux des frais prélevés par l'entreprise ;***

*« - **le taux des taxes et prélèvements sociaux ;***

*« - **le taux d'intérêt servi à l'assuré, net de frais** et, le cas échéant, des taxes et des prélèvements sociaux prélevés lors de l'inscription des intérêts au contrat.*

« III. - Pour l'application du huitième alinéa de l'article L. 132-22, les informations communiquées à l'assuré sont les suivantes :

« 1^o Pour les contrats auxquels des actifs sont affectés en vertu de dispositions législatives, le taux de rendement de ces actifs ;

« 2° Pour les contrats de groupe prévoyant que les engagements sont représentés par des actifs faisant l'objet d'une affectation comptable distincte propre au contrat, le **taux de rendement** de ces actifs ;

« 3° Dans les autres cas, le taux de rendement des placements défini au 1 de l'article A. 331-7 et le taux moyen des montants, y compris ceux provenant de la participation aux bénéfiques, affectés aux provisions mathématiques relatives à la catégorie d'opérations mentionnée à l'article A. 344-2, dont relève le contrat.

« IV. - Pour l'application du neuvième alinéa de l'article L. 132-22, **l'information annuelle du souscripteur** ou, en cas de contrat de groupe, de l'adhérent comporte :

« - la valeur des unités de compte sélectionnées ;

« - **les frais prélevés par l'entreprise d'assurance au titre de chaque unité de compte** ;

« - le total des frais supportés par l'unité de compte, au cours du dernier exercice connu ;

« - pour les unités de compte qui en comportent, les valeurs des indicateurs de référence ;

« - le cas échéant, le produit des droits attachés à la détention de l'unité de compte conservé par l'entreprise d'assurance.

« Les modifications significatives affectant chaque unité de compte sélectionnée, constituée sous la forme d'une part ou d'une action d'OPCVM, sont celles affectant ses caractéristiques principales, telles que définies à l'article A. 132-6. »

Source : Journal officiel, 29 juin 2004, p. 11761

5. Dispositions relatives à la publicité pour le crédit à la consommation

L'article 87, qui renforce l'encadrement de la publicité pour le crédit à la consommation, a donné lieu à la publication le 5 mars 2004 du décret n° 2004-202. Ce décret fixe le modèle du bordereau-réponse de refus des modifications proposées lors de la reconduction du contrat de crédit, pris en application de l'article L. 311-9 du code de la consommation que l'article 87 de la loi modifie.

C. TITRE III : LA MODERNISATION DU CONTRÔLE LÉGAL DES COMPTES ET LA TRANSPARENCE

En application des articles 100, 103 et 104 de la loi de sécurité financière, est paru le décret en Conseil d'Etat n° 2003-1121 du 25 novembre 2003 portant modification du décret n° 69-810 du 12 août 1969 relatif à l'organisation de la profession et au statut professionnel des commissaires aux comptes de sociétés et relatif au Haut conseil du commissariat aux comptes.

Ce décret est venu préciser l'organisation et le fonctionnement du Haut conseil du commissariat aux comptes. Il a précisé les conditions d'exercice de ses compétences en matière d'inscription et de discipline (cf. troisième partie).

II. LES DÉCRETS RESTANT À ADOPTER

A. TITRE I : LA MODERNISATION DES AUTORITÉS DE CONTRÔLE

1. Les autorités de régulation des entreprises d'assurance, des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

Les articles 22 et 26 de la loi de sécurité financière ont prévu, respectivement, la création d'un comité consultatif du secteur financier (CCSF) et d'un comité consultatif et de la législation et de la réglementation financières (CCLRF), lequel doit succéder au Conseil national des assurances (CNA) et au Comité de la réglementation bancaire et financière (CRBF).

Le CCSF, commun au secteur de la banque, de l'assurance et des entreprises d'investissement, a pour objet d'étudier les relations entre les entreprises et les usagers, en associant des représentants de ces deux groupes.

Le CCLRF, également commun au secteur de la banque, de l'assurance et des entreprises d'investissement, **est saisi de tout projet de texte** – loi, ordonnance, directive, décret, arrêté – **en matière financière**.

Selon les informations communiquées à votre rapporteur général, **le décret précisant les règles d'organisation et de fonctionnement du CCSF et du CCLRF était prêt à la date du 22 juillet 2004. Certains arbitrages concernant les nominations restaient toutefois à opérer.**

Conformément à l'engagement pris en séance par le ministre de l'économie, des finances et de l'industrie lors de l'examen du texte, des parlementaires siégeront dans chacun des comités : pour chaque assemblée parlementaire, il doit être désigné un membre titulaire et un membre suppléant dans chaque comité. A cette fin, à la date du 22 juillet 2004, le secrétariat général du gouvernement avait transmis le projet de décret aux présidents de l'Assemblée nationale et du Sénat.

Votre rapporteur général souligne les conséquences qu'entraînent les délais de mise en place du CCLRF. Pour les textes à caractère financier qui ne font pas actuellement l'objet d'une consultation par le CNA ni par le CRBF, les retards pris dans la mise en place du CCLRF conduisent **soit à différer leur adoption, soit à ne pas respecter cette nouvelle obligation de consultation**, dans l'attente que le CCLRF soit constitué.

2. Les mesures réglementaires relatives à la Commission de contrôle des assurances, des mutuelles et des institutions de prévoyance

L'adoption du **décret fixant le taux de la contribution pour frais de contrôle** était subordonnée à l'adoption du décret précité du 15 juillet 2004 relatif à l'organisation et au fonctionnement de la CCAMIP, ainsi que des mesures réglementaires de désignation du secrétaire général de la CCAMIP, lequel préparera son budget. Par arrêté en date du 23 juillet 2004, Mme Florence Lustman, ancienne secrétaire générale de l'ancienne Commission de contrôle des assurances (CCA), a été choisie pour occuper le même poste à la CCAMIP, et M. Erik Rance a été nommé secrétaire général adjoint.

Une nouvelle réunion de la CCAMIP le 26 juillet 2004 devait permettre à la secrétaire générale de proposer un projet de budget et de déterminer sur cette base le taux de la contribution.

Le décret prévu à l'article 31 de la loi de sécurité financière **relatif à la transmission de documents par la CCAMIP à diverses administrations** (Institut National de la Statistique et des Etudes Economiques / INSEE, « *services statistiques des ministères chargés de la sécurité sociale et de la mutualité* ») est en attente d'adoption. La CCAMIP a indiqué à votre rapporteur général attendre que les directions du ministère chargé de la sécurité sociale concernées déterminent préalablement les données qui leur seraient nécessaires. **Votre rapporteur général estime que les directions d'administration centrale concernées** – la direction de la recherche, de l'évaluation et des études statistiques (DREES) et la direction de la sécurité sociale (DSS) du ministère de la santé – **doivent sans tarder établir la liste de ces données.**

Ces dispositions ne devraient toutefois pas poser de difficultés particulières en principe, puisqu'elles consisteraient en la transmission d'états statistiques existants, lesquels étaient déjà transmis par la CCA à l'INSEE avant l'adoption de la loi de sécurité financière.

3. L'élargissement des personnes autorisées à émettre des titres de créance négociables

Un décret doit préciser les conditions d'application de l'article 36 de la loi de sécurité financière, issu d'un amendement de votre commission des finances en première lecture. Cet article a élargi la liste des personnes autorisées à émettre des titres de créance négociables (aux Etats souverains et aux associations habilitées à émettre des obligations) et a clarifié les obligations d'information.

A la date du 22 juillet 2004, le décret d'application était en cours de signature et son adoption devait intervenir de façon imminente, dès les prochaines semaines.

Elaboré en concertation avec les services de la Banque de France et de l'Autorité des marchés financiers (AMF), le décret a donné lieu à une consultation de l'ensemble des professionnels concernés, ainsi que de la Banque Centrale Européenne (BCE), de la Commission bancaire, de la Commission de contrôle des assurances (CCA) et du Conseil national de la comptabilité (CNC). La rédaction du projet de décret fait référence aux normes comptables françaises et aux « *normes comptables internationalement reconnues* ».

En outre, le décret visé à l'article 36 de la loi de sécurité financière prévoit trois arrêtés d'application qui étaient finalisés à la date du 22 juillet 2004. L'un d'entre eux devait faire l'objet, avant sa signature, d'une saisine pour avis du Comité consultatif et de la législation et de la réglementation financière (CCLRF), non encore constitué à la date du 22 juillet 2004.

B. TITRE II : LA SÉCURITÉ DES ÉPARGNANTS ET DES ASSURÉS

Les décrets non publiés du titre II en sont à différents stades de leur élaboration. Outre les renvois au futur **règlement général** de l'AMF, qui devrait parachever l'applicabilité de la loi d'ici la fin de l'année, **la plupart des mesures d'application sont quasiment finalisées** et ont été transmises très récemment au Conseil d'Etat ou aux instances dont l'avis est requis (en particulier le Comité consultatif de la législation et de la réglementation financières – CCLRF). **Rares sont les mesures réglementaires pour**

lesquelles le processus de consultation et de négociation avec les professionnels n'est pas encore achevé.

1. Les mesures relatives au démarchage bancaire et financier

L'article 50 de la LSF mentionne à six reprises des décrets d'application (articles L. 341-2, L. 341-4, L. 341-5, L. 341-7, L. 341-8 et L. 341-16 du code monétaire et financier) venant préciser un régime déjà complexe. Par souci d'efficacité et de cohérence, les mesures d'application correspondantes ont été rassemblées dans deux décrets, dont la rédaction est à présent quasiment achevée ou fait encore l'objet de consultations jusqu'à mi-août.

a) Le projet de décret relatif aux conditions d'exercice du démarchage

Le premier projet de décret apporte les précisions escomptées sur les seuils quantitatifs déterminant les investisseurs personnes morales non soumis au démarchage¹, les conditions d'accès à la profession pour les démarcheurs personnes physiques², les niveaux minimaux de garantie apportés par l'assurance de responsabilité civile professionnelle³, et les conditions d'exercice du droit de rétractation des personnes démarchées⁴ :

- **les seuils quantitatifs seront probablement fixés à un niveau bas**, ce qui permettra de dispenser de démarchage un grand nombre d'entreprises : 5 millions d'euros pour le total de bilan, 5 millions d'euros pour le chiffre d'affaires ou à défaut pour le montant des recettes, 5 millions d'euros pour le montant des actifs gérés, et 50 personnes pour les effectifs annuels moyens. Ces seuils sont appréciés au vu des derniers comptes consolidés ou à défaut des comptes sociaux, tels que publiés et, le cas échéant, certifiés par les commissaires aux comptes ;

- les démarcheurs personnes physiques, et les personnes physiques ayant le pouvoir de gérer ou d'administrer les personnes morales mandatées par les personnes habilitées à recourir au démarchage, doivent remplir les conditions suivantes : avoir la majorité légale, justifier du **diplôme** du baccalauréat (ou équivalent) ou d'une **formation professionnelle** adaptée à la réalisation des opérations visées par le démarchage. A défaut, les postulants démarcheurs doivent justifier d'une **expérience professionnelle** dans des fonctions liées à la réalisation des mêmes opérations, d'une durée minimale de deux ans et acquise au cours des cinq années précédant leur désignation en tant que démarcheurs.

¹ Prévues par l'article L. 341-2 du code monétaire et financier.

² Article L. 341-4 du code monétaire et financier.

³ Article L. 341-5 du code monétaire et financier.

⁴ Article L. 341-16 du code monétaire et financier.

Les intéressés ne doivent en outre pas avoir fait l'objet d'une sanction disciplinaire ou d'une interdiction d'exercer, à titre définitif ou temporaire, une activité ou un service, en application de la procédure de sanction de l'AMF, ou d'une sanction prononcée avant la constitution de cette dernière (le 24 novembre 2003) par la COB, le CMF ou le Conseil de discipline de la gestion financière. Ils devront fournir une **déclaration sur l'honneur** ;

- le contrat d'assurance de responsabilité civile professionnelle doit comporter un **niveau minimal de garantie établi selon 4 seuils**, de 75.000 à 600.000 euros, fonctions de la qualité de la personne concernée (personne physique ou morale) et des opérations ou services démarchés (les opérations de banque sont ainsi soumises à un plancher spécifique, inférieur à celui des autres opérations) ;

- en cas de **démarchage « multiscartes »**, un seul numéro d'enregistrement est attribué à la personne physique ou à la personne morale mandatée, et chacune des personnes pour le compte desquelles le démarchage est réalisé doit délivrer à l'intéressé une carte de démarchage. Lorsqu'une personne physique démarche pour le compte d'une personne morale mandatée, la carte lui est délivrée par cette personne morale, et non par le mandant ;

- l'enregistrement des démarcheurs auprès de l'une des trois autorités compétentes¹ doit intervenir **avant la fin de l'année 2004** ;

- enfin les conditions d'exercice du **droit de rétractation** dont disposent les personnes démarchées sont précisées dans un formulaire annexé au contrat, qui doit être conforme à un modèle joint en annexe du projet de décret, à l'instar de ce qui est prévu en matière de crédit à la consommation.

b) Le projet de décret sur le fichier des démarcheurs

Le second projet de décret précise les modalités de constitution et le contenu du fichier des démarcheurs, dont la mise en place doit intervenir au plus tard le 31 décembre 2004. Celui-ci sera alimenté par les trois autorités précitées et **centralisé par la Banque de France**² selon des modalités de gestion³ fixées conventionnellement entre la banque centrale et chaque autorité de régulation. Les autorités communiqueront pour leur part, directement à la Banque de France les listes de mandants habilités à alimenter le fichier des démarcheurs. **Le cahier des charges élaboré par la Banque de France et approuvé par les trois autorités prévoit l'ensemble des spécifications fonctionnelles relatives à la tenue de fichier.**

¹ AMF, Comité des entreprises d'assurance ou Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement.

² Qui a effectivement vocation à gérer tous les fichiers nationaux à caractère bancaire ou financier, tel que le fichier des incidents de paiement des particuliers.

³ Notamment la prise en charge des coûts de fonctionnement et de développement.

Les informations (à l'exception du numéro d'enregistrement) sur les démarcheurs personnes morales ou physiques sont communiquées aux autorités par les personnes habilitées à recourir au démarchage¹, mentionnées aux 1° et 3° de l'article L. 341-3 du code monétaire et financier, et comprennent :

- le numéro d'enregistrement du démarcheur ;
- les prénoms, nom, date et lieu de naissance du démarcheur, lorsqu'il s'agit d'une personne physique. Les dates et lieux de naissance, qui constituent des informations de nature privée, ne seront pas accessibles au public ;
- l'adresse professionnelle du démarcheur ;
- les dénominations, adresses et s'il y a lieu, numéros SIREN de la ou des personne(s) morale(s) pour le compte de laquelle ou desquelles le démarcheur exerce son activité de démarchage ; et le cas échéant, les mêmes informations pour la ou les personne(s) morale(s) mandatée(s) de niveau intermédiaire (ie. dans les conditions prévues au I de l'article L. 341-4 du code monétaire et financier) ;
- la nature des opérations, services ou prestations pour lesquels le démarcheur a reçu des instructions de son employeur ou de son mandant ;
- le cas échéant, le ou les numéro(s) d'enregistrement de la ou des personne(s) morale(s) mandatée(s) de niveau intermédiaire, ainsi que la nature des opérations pour lesquelles elle(s) a (ont) été mandatée(s) ;
- la date d'expiration du mandat.

On peut ainsi observer que les informations fournies par le fichier des démarcheurs sont assez exhaustives et de nature à accroître la sécurité de l'investisseur. Le défaut de déclaration, dans les délais impartis, du renouvellement d'un mandat de démarcheur, a pour effet la suppression automatique des informations y afférentes dans un délai de deux ans. En cas de cessation de l'activité de démarchage en cours de mandat, les personnes habilitées à procéder au démarchage demandent aux autorités dont elles relèvent de procéder à la radiation du fichier de leurs mandataires, salariés ou employés. Les informations supprimées ou modifiées demeurent **conservées pendant une durée de dix ans**, ce qui correspond à la prescription décennale de droit commun pour les actions en responsabilité.

¹ Des dispositions spécifiques sont prévues pour les établissements ou entreprises agréés dans un autre Etat membre de l'Union européenne.

Le projet de décret prévoit enfin les modalités d'exercice du **droit d'accès et de rectification** des informations du fichier, dans le respect de la loi n° 78-17 du 6 janvier 1978 relative à l'informatique, aux fichiers et aux libertés.

Au total, votre rapporteur général juge que ce projet de décret est satisfaisant et respecte l'esprit de la loi.

2. Les mesures relatives au statut des conseillers en investissements financiers

Les mesures d'application du nouveau statut des CIF, introduit par les articles 55 à 57 de la LSF, relèvent de **deux catégories** : le règlement général de l'AMF¹ (pour les articles L. 541-2, L. 541-4 et L. 541-5 du code monétaire et financier), et un décret simple rassemblant les autres dispositions d'ordre réglementaire. L'AMF a lancé le 4 juin dernier une consultation sur son site Internet, qui a été clôturée le 17 juillet et permet de connaître assez précisément les orientations qui seront *in fine* retenues dans le règlement général.

A l'instar des décrets sur le démarchage, avec lesquels il partage une approche et des dispositions communes, le projet de décret relatif au statut des CIF est quasiment prêt, et devrait donc pouvoir être publié à l'automne prochain, après consultation du CCLRF. Ses principales dispositions sont les suivantes :

- les **conditions d'âge et d'honorabilité requises pour exercer la profession de CIF** (et celles relatives aux personnes physiques ayant le pouvoir de gérer ou administrer les personnes morales habilitées en tant que CIF) reprennent la structure de celles afférentes à l'activité de démarcheur : avoir la majorité légale et ne pas avoir fait l'objet d'une interdiction d'exercer à titre temporaire ou définitif selon les mêmes modalités que celles exposées précédemment. Les conditions de compétence professionnelle seront quant à elles établies par le règlement général de l'AMF ;

- de même, le contrat d'assurance de responsabilité civile professionnelle doit comporter un **niveau minimal de garantie établi selon deux seuils**, assimilant les entreprises de petite taille à des personnes physiques : 150.000 euros par sinistre et par année d'assurance pour les personnes physiques et les personnes morales employant moins de deux salariés ; 300.000 euros par sinistre et 600.000 euros par année d'assurance

¹ Votre rapporteur général rappelle à ce titre que ses amendements de première lecture à l'article 55 de la LSF avaient en particulier pour objet de mieux impliquer l'AMF dans le suivi et le contrôle des CIF, comme de faciliter sa compréhension des caractéristiques et exigences d'une profession nouvellement créée.

pour les autres personnes morales. Un point important réside dans le fait que **ces montants ne sont pas applicables pour les CIF exerçant exclusivement une activité de conseil en fusions-acquisitions, restructuration du capital et stratégie d'entreprise**, dont votre rapporteur général regrette l'inclusion dans le champ des CIF (cf. troisième partie) ;

- le contenu de la **liste tenue par chaque association agréée et transmise à l'AMF** fait enfin l'objet d'un traitement analogue à celui du fichier des démarcheurs. Les informations figurant sur cette liste sont semblables¹, à l'exception naturellement de celles relatives au mandat des démarcheurs, de même que les quelques limitations d'accès du public et la procédure de radiation de la liste en cas de cessation de l'activité d'un CIF. De même, les informations modifiées ou supprimées seront conservées pendant une durée de dix ans.

Chaque association agréée devra mettre en place cette liste dans le mois suivant la notification de son agrément par l'AMF. **Les modalités de transmission des listes à l'AMF seront fixées par le règlement général de l'autorité.**

3. Les mesures relatives aux fonds communs de créances

Le dispositif des articles 64 et 65 relatif à la titrisation et aux fonds communs de créances (FCC), introduit à l'initiative de votre commission des finances en première lecture et légèrement modifié par l'Assemblée nationale, contribue à la fois à sécuriser l'actif des FCC et à améliorer leur compétitivité au regard des véhicules *ad hoc* (*special purpose vehicles*) de droit étranger, notamment en permettant la « **titrisation synthétique** » par l'émission de titres de créances. Ainsi que le rappelle l'étude d'impact jointe au projet de décret, les apports de la LSF sont nombreux et concernent :

« - les modalités d'émission de titres de créances par le fonds commun de créances et l'articulation avec l'émission de parts de copropriété et le recours à l'emprunt ;

« - les conditions de recours à des instruments financiers à terme, notamment les « dérivés de crédit », qui permettront au fonds de supporter des risques de crédit (vente de protection) et non plus seulement de s'en protéger (achat de protection) ;

¹ Numéro d'enregistrement et date d'attribution ; nom, prénoms, date de naissance, lieu de naissance et adresse professionnelle du CIF personne physique, du dirigeant d'un CIF personne morale (adresse personnelle) et des personnes employées par une personne morale pour exercer l'activité de CIF ; nom, adresse et s'il y a lieu, numéro SIREN du CIF personne morale ; nature des opérations conseillées.

« - les cas et conditions de cession de créances que le fonds détient et qui ne sont pas échues ou déchues de leur terme, opérations de gestion dynamique de son actif indispensables à la gestion des contrats de dérivés de crédit ;

« - les modalités de fonctionnement du compte spécialement affecté au profit du fonds, qui permettra de sécuriser les sommes recouvrées au titre des créances qu'il détient ;

« - les conditions de conservation des créances par le cédant ou l'établissement chargé du recouvrement ».

Ce volet est particulièrement technique et comporte à ce titre de nombreuses mesures d'ordre réglementaire, dont une seule relève du règlement général de l'AMF (modalités d'exercice de la fonction de dépositaire des créances et liquidités d'un FCC). Ces mesures d'application seront rassemblées dans un **unique décret**¹, dont l'avant-projet est aujourd'hui très avancé et a nécessité une expertise approfondie en amont. Des groupes de travail ont ainsi été constitués début 2004, associant les représentants des nombreux acteurs impliqués dans l'activité de titrisation : direction du Trésor, Chancellerie, émetteurs, experts juridiques, établissements de crédit « arrangeurs », autorités de contrôle (AMF, Commission bancaire et Commission de contrôle des assurances) et agences de notation.

L'avant-projet de décret, très attendu par les professionnels, est relativement volumineux (une dizaine de pages). Il abroge le décret n° 89-158 du 9 mars 1989, en reprend les dispositions et intègre les modifications apportées par la LSF. Il est structuré de la façon suivante :

- conformément aux dispositions de l'article L. 214-43 du code monétaire et financier, le chapitre I^{er} édicte les **règles générales de composition de l'actif et du passif des FCC**. Il définit les actifs éligibles² et précise les modalités d'émission des parts et titres de créances (de droit français ou étranger³) ;

- le chapitre II traite de la **titrisation synthétique** : il précise les règles applicables aux instruments financiers à terme, aux opérations d'acquisition et de cession temporaire de titres et à la cession de créances

¹ « Compte tenu de l'interdépendance entre les dispositions actuelles du décret simple et les nouvelles dispositions à prendre par décret en Conseil d'Etat », ainsi que le précise l'étude d'impact.

² Créances, matérialisées ou non par des titres, liquidités, actifs transférés au titre des garanties ou des engagements pris dans des contrats constituant des instruments financiers à terme.

³ Le rapport au Premier ministre joint au projet de décret indique que le texte « ne préjuge pas du régime juridique applicable aux éventuelles obligations qu'il émettrait dans la mesure où le régime général des obligations ne trouve pas à s'appliquer, puisque le FCC n'a pas la personnalité morale, et qu'un régime spécifique relève de la loi. Le projet de décret se contente donc de renvoyer au règlement du fonds les conditions d'émission de titres de créances ».

avant leur terme. Alors que l'utilisation de produits dérivés était jusqu'à présent limitée à des opérations de couverture, le FCC peut désormais s'exposer sur des risques de crédit, les contreparties au contrat devant disposer de capacités d'intervention suffisantes sur ce type d'instruments. **L'article 16 du projet de décret fixe ainsi les trois conditions cumulatives de recours d'un FCC aux instruments financiers à terme**, le fonds ne pouvant en particulier engager plus d'une fois son actif sur ces instruments, ce qui limite sa capacité d'exposition ;

- le chapitre III comporte les règles applicables à la cession et au recouvrement des créances, en particulier les modalités de fonctionnement du **compte d'affectation spéciale** (qui constitue l'un des principaux apports du dispositif et permet de sécuriser les sommes recouvrées au profit du fonds), ainsi qu'à la conservation des actifs. Ainsi que le dispose l'article L. 214-484 du code monétaire et financier, la conservation des créances peut être assurée par le cédant ou l'organisme chargé du recouvrement. Le projet de décret maintient néanmoins une obligation de contrôle de cette conservation par le dépositaire, afin de s'assurer qu'elle est effectuée dans de bonnes conditions ;

- le chapitre IV précise les **obligations d'information** auprès des souscripteurs en cas d'appel public à l'épargne, ainsi qu'auprès de la Banque de France à des fins statistiques ;

- le chapitre V est relatif aux **FCC à compartiments**, chaque compartiment se présentant comme un FCC à part entière ;

- le chapitre VI reprend l'article 1^{er} du décret du 9 mars 1989, précité, relatif à la détention de parts de FCC par les OPCVM ;

- enfin, le chapitre VII comporte une disposition transitoire et des mesures spécifiques aux territoires d'outre-mer.

L'encadrement de ce nouveau régime à la fois souple et sécurisant sera assuré par l'AMF. Elle conservera son rôle d'agrément des sociétés de gestion de FCC et de contrôle des dépositaires, et visera naturellement les prospectus d'émission en cas d'appel public à l'épargne. Les sociétés de gestion recourant à des instruments financiers à terme, dans un but de couverture ou de gestion dynamique de l'actif, devront faire l'objet d'un agrément spécifique, justifié par l'étendue des moyens de gestion et les compétences que ces opérations impliquent. Le ministère de l'économie, des finances et de l'industrie précise que le règlement général de l'AMF sera adapté en conséquence, probablement d'ici la fin de l'année 2004.

4. Les orientations du règlement général de l'AMF sur les OPCVM allégés

La majorité des mesures d'application du régime des nouveaux OPCVM à règles d'investissement allégées, plus couramment dénommés « OPCVM ARIA » par les professionnels, et des OPCVM contractuels, seront fixées par le règlement général de l'AMF d'ici la fin de l'année, afin de permettre une mise en place rapide de ces nouveaux fonds importants pour le développement de la place. Un groupe de place a été constitué et travaille avec la commission consultative de la gestion de l'AMF.

Un des points majeurs du dispositif réside dans la fixation des seuils d'accès pour les investisseurs autres que ceux qualifiés¹. Des consultations informelles avec la profession ont été engagées à ce sujet. Le collège de l'AMF a été informé de l'état d'avancement de ces discussions lors de sa séance du 20 juillet 2004. Les orientations définitives devraient être prises par le collège en septembre, après avis de la commission consultative de la gestion. L'orientation qui se dégage aujourd'hui, et dont votre rapporteur général partage l'inspiration, est de fixer un seuil d'accès supérieur pour les fonds contractuels – ce qui est logique compte tenu de leurs caractéristiques et de la clientèle qu'ils privilégient (gestion privée et institutionnels) – et de tenir compte non seulement du montant de l'investissement (le « flux »), mais encore du patrimoine et de l'expérience de l'investisseur (le « stock »). Les seuils envisagés sont ainsi :

- de **500.000 euros** pour les OPCVM contractuels ;
- de **125.000 euros** pour les fonds ARIA, sauf pour les OPCVM de fonds alternatifs (nouvelle catégorie créée en 2003) où ce seuil serait ramené à 10.000 euros, et à 0 pour les OPCVM de fonds alternatifs à capital garanti.

Ces seuils seraient abaissés à 30.000 euros pour les OPCVM contractuels et à 10.000 euros pour les ARIA lorsque l'investisseur dispose d'un patrimoine minimum de 1 million d'euros ou d'une expérience professionnelle sur ce type de produit.

Ces seuils, s'ils étaient finalement retenus, manifesteraient un compromis assez équilibré entre les positions de l'AMF, qui proposait des seuils de respectivement 500.000 et 250.000 euros pour les fonds contractuels et ARIA, et celles de l'Association française de gestion (AFG), qui souhaitait des seuils inférieurs de moitié. Les propositions de l'AFG sur la prise en compte du patrimoine de l'investisseur et du caractère garanti ou non du capital seraient également retenues.

¹ Au sens du deuxième alinéa de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier.

Ces dispositions pragmatiques devraient donc permettre un développement satisfaisant de ces nouvelles catégories de produits, tout en préservant les intérêts des petits épargnants, qui n'en constituent clairement pas la cible privilégiée¹.

L'article L. 214-2 du code monétaire et financier, complété par l'article 62 de la LSF, prévoit enfin que les conditions dans lesquelles les OPCVM peuvent émettre différentes catégories de parts ou d'actions sont fixées par le règlement du fonds, selon les prescriptions du règlement général de l'AMF.

5. La garantie subséquente de dix ans pour certains contrats d'assurance de responsabilité

L'article 80 de la loi de sécurité financière, introduit suite à un amendement de notre collègue député Michel Hunault, a fixé un **délai de garantie subséquent de cinq ans** qui signifie que, **après l'expiration du contrat, l'assuré peut se prévaloir pendant ce délai du contrat dont il avait été le souscripteur en cas de survenance de faits dommageables ou de révélation de dommages**. Votre rapporteur général a rappelé qu'un décret en date du 17 février 2004 avait précisé les conditions d'application de cet article, dans l'hypothèse générale d'une garantie subséquente d'une durée de cinq ans.

Votre rapporteur général avait toutefois souligné en séance **les problèmes que susciterait un délai de garantie subséquente de cinq ans dans le domaine de la construction, compte tenu de la non-coïncidence de cette durée avec la responsabilité décennale** des maîtres d'œuvre et des maîtres d'ouvrage :

« La commission des finances a estimé qu'une réforme aussi substantielle du droit de la responsabilité civile était lourde de conséquences. Elle ne peut donc guère se faire sans que l'on en ait vraiment explicité les enjeux, ce que je m'efforce de faire par ce propos.

« Monsieur le ministre, nous avons également été alertés par les risques qui pourraient résulter de cette nouvelle solution juridique, notamment dans le domaine de la construction, où prévaut le principe de la responsabilité décennale des maîtres d'œuvre et maîtres d'ouvrage. Il nous semble que la non-correspondance du délai de cinq ans avec cette responsabilité décennale est susceptible de créer un hiatus. Si un dommage se révélait entre la fin de l'année 5 et la fin de l'année 10, postérieurement à la clôture du contrat, l'entrepreneur et l'architecte verraient leur responsabilité décennale jouer, mais ils ne seraient pas en mesure de se retourner contre la compagnie

¹ Mais qu'il est légitime de faire bénéficier des avantages de la gestion alternative en matière de diversification et de couple rendement/risque, dès lors que le capital est garanti.

d'assurance ou la mutuelle qui aurait garanti le bon déroulement du chantier et le bon achèvement de l'ouvrage »¹.

Suite à ces observations, M. Francis Mer, ministre de l'économie, des finances et de l'industrie, avait déclaré :

« Le gouvernement s'engage à porter par décret à dix ans la durée de la garantie subséquente de tout contrat de responsabilité civile des participants à l'acte de construire qui, comme les constructeurs ou les fabricants visés par les articles 1792 et suivants du code civil et comme les promoteurs immobiliers ou vendeurs d'un immeuble à construire, sont par ailleurs assujettis à l'obligation d'assurance décennale des travaux du bâtiment.

« Comme je l'ai indiqué, d'autres activités, d'autres professions, à caractère intellectuel, par exemple, et pour lesquelles le délai de révélation du fait dommageable peut être assez long, seraient également concernées par cet allongement du délai »².

Cet engagement doit être honoré par l'insertion, au chapitre IV du titre deuxième du livre premier du code des assurances, d'un article R. 124-2 **qui porterait à dix ans, pour certaines professions**, la durée de la garantie subséquente visée aux quatrième et cinquième alinéas de l'article L. 124-5 du code des assurances. **Le projet de décret** permettant l'insertion de ce nouvel article R. 124-2 du code des assurances **est en cours d'examen au Conseil d'Etat**. Cette consultation du Conseil d'Etat n'était pas obligatoire, mais elle a été jugée préférable par la Commission de réglementation des assurances, afin d'apporter la meilleure sécurité juridique aux dispositions du décret concernant les montants minimaux des plafonds des périodes subséquentes.

Les professions pour lesquelles la durée de la garantie subséquente serait portée à dix ans

Un projet de décret en cours d'examen au Conseil d'Etat prévoit d'insérer l'article R. 124-2 suivant dans le code des assurances, visant à préciser les professions pour lesquelles la durée de la garantie subséquente serait portée à dix ans.

« Art. R. 124-2 – Le délai subséquent des garanties déclenchées par la réclamation visée aux quatrième et cinquième alinéas de l'article L. 124-5 ne peut être inférieur à dix ans lorsque l'assuré, personne physique ou morale, exerce l'une des professions ou activités suivantes :

« 1°) Administrateur de biens,

« 2°) Administrateur judiciaire et mandataire judiciaire au redressement et à la liquidation des entreprises,

¹ Journal officiel, Sénat, 5 juin 2003.

² Ibid.

- « 3°) Avocat inscrit à un barreau français,
- « 4°) Avocat au Conseil d'Etat et à la Cour de Cassation,
- « 5°) Avoué près les Cours d'appel,
- « 6°) Commissaire aux comptes,
- « 7°) Commissaire priseur judiciaire,
- « 8°) Constructeur d'un ouvrage mentionné aux articles L.231-1 du code de la construction et de l'habitation et 1646-1, 1792-1, 1831-1 du code civil ainsi que ses sous-traitants¹,
- « 9°) Courtier d'assurance,
- « 10°) Expert comptable et expert agréé,
- « 11°) Expert judiciaire,
- « 12°) Géomètre-expert,
- « 13°) Huissier de justice,
- « 14°) Notaire,
- « 15°) Pratique du droit à titre accessoire, par une personne exerçant une activité non réglementée visée à l'article 60 de la loi n° 71-1130 du 31 décembre 1971, ayant reçu l'agrément prévu à l'article 54 de la loi précitée,
- « 16°) Pratique du droit à titre accessoire, par une personne exerçant sous l'autorité d'un organisme appartenant aux catégories visées aux articles 61, 63, 64 et 65 de la loi n° 71-1130 du 31 décembre 1971, ayant reçu l'agrément prévu à l'article 54 de la loi précitée,
- « 17°) Syndic de copropriété,
- « 18°) Ventes volontaires de meubles aux enchères publiques ».

Source : ministère de l'économie, des finances et de l'industrie

Le même projet de décret envisage d'insérer un nouvel article R. 124-3 dans le code des assurances, afin d'**allonger la durée de la garantie subséquente en cas de garantie souscrite par une personne physique, pour son activité professionnelle, avant sa cessation d'activité professionnelle ou son décès** :

« Art. R. 124-3 – Lorsque la garantie souscrite par une personne physique pour son activité professionnelle est la dernière garantie avant sa

¹ Cette catégorie inclut les architectes.

cessation d'activité professionnelle ou son décès, le délai prévu aux quatrième et cinquième alinéas de l'article L. 124-5 ne peut être inférieur à dix ans.

« En cas de reprise de la même activité, ce délai est réduit à la durée comprise entre la date d'expiration ou de résiliation de la garantie et la date de reprise d'activité, sans que sa durée puisse être inférieure à la durée fixée contractuellement et sans qu'elle ne puisse être inférieure à cinq ans ».

Votre rapporteur général a souhaité comparer la liste des participants à l'acte de construire, figurant dans le projet de décret soumis au Conseil d'Etat et dans un amendement (non adopté) à l'article 80 de la loi de sécurité financière qu'avait présenté notre collègue Paul Girod.

L'amendement de notre collègue Paul Girod mentionnait deux autres catégories d'intervenants :

- le fabricant d'éléments de construction préfabriqués, au sens de l'article 1792-4 du code civil ;
- le contrôleur technique, au sens de l'article L. 111-23 du code de la construction et de l'habitation.

Selon les informations fournies à votre rapporteur général, **l'absence des fabricants d'éléments préfabriqués et des contrôleurs techniques s'expliquerait par le caractère mixte de ces activités**, ne relevant qu'en partie du dispositif de garantie subséquente.

Les fabricants d'éléments de construction préfabriqués peuvent certes se voir appliquer le régime d'une garantie subséquente de dix ans s'ils sont sous-traitants des constructeurs. Sous cette réserve, il convient toutefois d'observer que tous les produits préfabriqués ne sont pas classés éléments pouvant entraîner la responsabilité solidaire (EPERS). De même, l'activité des contrôleurs techniques ne concerne pas exclusivement des opérations pouvant entraîner la mise en jeu de la garantie subséquente.

Le gouvernement a précisé avoir conduit une concertation avec chacune des professions mentionnées dans le projet de décret, et la solution retenue par les fabricants d'éléments préfabriqués et les contrôleurs techniques n'aurait pas soulevé de difficultés particulières.

Votre rapporteur général juge équilibré le dispositif proposé dans le projet de décret, tout en observant que le – long mais nécessaire – travail de concertation préalable a retardé fortement l'entrée en vigueur des dispositions relatives à une durée de garantie subséquente de dix ans.

6. L'administration des sociétés d'assurance mutuelles

Un décret doit préciser les conditions d'application de l'article 89 de la loi de sécurité financière (articles L. 326-2-1 et L. 322-26-2 du code des assurances) relatif à l'administration des sociétés d'assurance mutuelles par une structure à directoire et un conseil de surveillance.

Cet article avait été adopté en première lecture par le Sénat, sur l'initiative de nos collègues Jacques Oudin, Roland du Luart et Joël Bourdin. Notre collègue Jacques Oudin avait apporté les précisions suivantes en séance :

« Depuis l'entrée en vigueur de la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales, les sociétés anonymes peuvent s'organiser sous deux formes : en conseil d'administration ou en directoire et conseil de surveillance. Chaque société choisit la forme qui lui semble la plus adaptée à son mode de fonctionnement. »

« Il nous paraît souhaitable d'étendre la souplesse de gestion qui en résulte. Cet amendement a donc pour objet de permettre aux sociétés d'assurance mutuelle de s'organiser, si elles le souhaitent, en directoire et conseil de surveillance »¹.

Selon les informations communiquées à votre rapporteur général, le projet de décret a été soumis au Conseil d'Etat fin juin mais l'examen par le Conseil d'Etat n'interviendrait qu'en septembre.

C. TITRE III : LA MODERNISATION DU CONTRÔLE LÉGAL DES COMPTES ET LA TRANSPARENCE

1. Le décret relatif aux obligations de déclaration des transactions des dirigeants d'une personne morale faisant appel public à l'épargne

L'article 122 de la loi de sécurité financière dispose que toute personne faisant appel public à l'épargne communique à l'AMF et rend publiques les transactions réalisées sur leurs titres par les dirigeants ou par des personnes ayant un « *lien personnel étroit* » avec ceux-ci.

Un décret en Conseil d'Etat doit préciser :

- d'une part, la nature des « *liens personnels étroits* » dont il s'agit ;

¹ *Journal officiel, Sénat, 19 mars 2003.*

- d'autre part, les modalités de la communication et de la publication prévues par cet article.

Ce décret est également attendu dans le cadre de la transposition de la directive n° 2003/6/CE du Parlement et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché du 28 janvier 2003, dont la directive n° 2004/72/CE de la Commission a précisé les modalités d'application.

Cette seconde directive (dite de niveau 2) énumère les personnes considérées comme ayant un « *lien étroit* » avec une personne exerçant des responsabilités dirigeantes. L'adjectif « *personnel* » n'est pas utilisé dans ce texte, ce qui doit conduire à une interprétation élargie de la loi de sécurité financière. Le décret attendu fera référence aux conjoints, enfants, parents partageant le domicile et personnes morales liées « *économiquement* » au dirigeant ou aux personnes susvisées, seules quelques adaptations au droit français étant nécessaires, pour tenir compte de l'existence du pacte civil de solidarité.

D'après les informations recueillies par votre rapporteur général, le projet de décret est prêt et la consultation des professionnels doit être lancée très prochainement.

2. Le décret relatif au régime des associations de défense des investisseurs

L'article 126 de la loi de sécurité financière est relatif au droit d'ester en justice des associations d'investisseurs. Il renvoie à un décret pour préciser :

- les conditions d'agrément de ces associations ;
- les conditions d'honorabilité et de compétence de leurs dirigeants ;
- les modalités d'établissement des documents comptables de ces associations.

D'après les informations recueillies par votre rapporteur général, ce décret est en cours de finalisation par les services. Il devrait être soumis à consultation très prochainement. La difficulté était de savoir quel serait l'échelon administratif compétent. A cet égard, le projet de décret tient compte de ce que les décisions administratives individuelles sont désormais déconcentrées et prises par le préfet. Par conséquent, l'agrément serait accordé, pour trois ans, par le préfet du département dans lequel l'association a son siège, après avis du ministère public et de l'AMF. Les demandes seraient recueillies par la direction départementale de la concurrence, de la consommation et de la répression des fraudes.

Il est permis de s'interroger sur ce choix de l'échelon déconcentré, alors que le nombre de dossiers à instruire sera probablement limité. Il serait certainement plus rationnel, en termes d'efficacité administrative, de confier cette tâche à une cellule unique spécialisée, relevant éventuellement d'un échelon déconcentré, mais située à Paris.

3. Le décret relatif aux seuils pour la nomination de commissaires aux comptes dans les établissements publics et pour la production de comptes consolidés

Les articles 135 et 136 de la loi de sécurité financière prévoient que les établissements publics de l'Etat non soumis aux règles de la comptabilité publique doivent, d'une part, désigner au moins un commissaire aux comptes et un suppléant et, d'autre part, établir et publier chaque année des comptes consolidés. Avant l'adoption de la LSF, seuls les établissements ayant une activité industrielle ou commerciale étaient soumis à ces obligations.

Un décret doit préciser les seuils en deçà desquels ces obligations ne s'imposent pas. D'après les informations recueillies par votre rapporteur général, ce décret pourrait retenir les seuils existants actuellement pour les sociétés commerciales et les établissements publics ayant une activité industrielle et commerciale. Ces seuils seraient donc les suivants :

- l'obligation de désigner au moins un commissaire aux comptes et un suppléant ne s'appliquerait pas aux établissements situés en deçà de deux des trois critères suivants : 50 salariés, 3.200.000 euros de chiffre d'affaires hors taxes ou de ressources, 1.550.000 euros de total de bilan ;

- l'obligation de consolidation des comptes ne s'imposerait pas aux entreprises ne dépassant pas, pendant deux exercices successifs, deux des trois critères suivants : 15.000.000 euros de total de bilan, 30.000.000 euros de chiffre d'affaires hors taxes et 250 salariés.

D'après les informations recueillies par votre rapporteur général, le projet de décret a été transmis par le ministère de l'économie, des finances et de l'industrie à la Chancellerie en juillet 2004, pour accord avant saisine du Conseil d'Etat.

DEUXIÈME PARTIE : LA MODERNISATION DES AUTORITÉS DE CONTRÔLE, UN PARI EN PASSE D'ÊTRE RÉUSSI

I. LA MISE EN PLACE RAPIDE DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS : UN SUCCÈS À CONFIRMER

L'Autorité des marchés financiers a été installée le 24 novembre 2003, moins de quatre mois après la publication de la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003. Elle est issue de la fusion du Conseil des marchés financiers (CMF), créé en 1996, de la Commission des opérations de bourse (COB), constituée en 1967, et du Conseil de discipline de la gestion financière (CDGF), mis en place en 1989.

A titre liminaire, votre rapporteur général se félicite que la mise en place de l'AMF n'ait entraîné **aucune rupture dans l'action du régulateur**.

A. UN STATUT RENFORÇANT L'EFFICACITÉ DU RÉGULATEUR

1. Le statut original d'une autorité conjuguant les cultures de la Commission des opérations de bourse et du Conseil des marchés financiers

L'AMF dispose de la **personnalité morale**, ce qui la distingue des autorités antérieures ayant fusionné en son sein, dotées d'un statut d'autorité administrative indépendante, s'agissant de la COB et du CDGF, ou qui s'en rapprochait dans le cas du CMF. Dans son rapport en première lecture sur la loi de sécurité financière, votre rapporteur général avait mis en exergue ces différences statutaires :

« La COB est une autorité administrative indépendante (AAI), comme l'a reconnu le Conseil constitutionnel en 1989. Le législateur a entériné cette qualification en 1996. Aujourd'hui, elle se retrouve à l'article L. 621-1 du code monétaire et financier. Partie intégrante de l'Etat comme toute AAI, la COB n'est pas dotée de la personnalité morale.

« Le Conseil des marchés financiers (CMF) a connu des qualifications juridiques diverses : le législateur l'a qualifié d' « autorité professionnelle dotée de la personnalité morale » ; la Cour d'Appel de Paris, d'« organisme privé » ; le Conseil d'Etat, d'« organisme administratif ». Une partie de la doctrine a ainsi pu lui reconnaître le statut d'AAI à raison

notamment de sa composition collégiale et de ses pouvoirs propres, mais la notion d'autorité « administrative » (c'est-à-dire faisant partie intégrante de l'Etat), dotée d'une personnalité morale propre (c'est-à-dire distincte de l'Etat) heurte les raisonnements traditionnels.

« **Quant au Conseil de discipline de la gestion financière (CDGF), s'il n'est pas qualifié dans les textes législatifs, il est reconnu par la doctrine comme réunissant les caractéristiques d'une AAI, à raison notamment de sa composition et de son pouvoir disciplinaire à l'égard des gestionnaires de l'épargne collective. En toute logique, le CDGF ne dispose pas de la personnalité morale** »¹.

S'agissant de l'AMF, « dans le nouvel article L. 621-1 du code monétaire et financier, tel que proposé par le présent article, **l'AMF inaugure un nouveau statut, celui d'« autorité publique indépendante dotée de la personnalité morale** ».

« L'AMF est assurément **une « autorité** ». Elle dispose de **prérogatives de puissance publique** qui vont au-delà d'un simple rôle consultatif puisqu'il est prévu, comme pour la COB actuellement, que l'AMF soit dotée de nombreux pouvoirs de décision, d'injonction, d'avis, de sanction, d'investigation ».

« Le gouvernement a en outre conféré la **personnalité morale** à l'AMF, ce qui la distingue de la COB et du CDGF. Cette qualification juridique présente essentiellement trois avantages :

« 1 - la personnalité morale permet de renforcer la souplesse de fonctionnement de l'AMF (tant à l'égard de ses ressources puisqu'elle peut disposer de **recettes fiscales affectées**, que de son patrimoine ou de son personnel) ;

« 2 - elle permet également à l'AMF d'être pleinement responsable de ses actes, ce qui devrait renforcer son autorité : elle peut **agir en justice** et être atraite devant les tribunaux et ce n'est désormais plus la responsabilité de l'Etat qu'elle engage par ses actes dommageables mais sa **responsabilité propre** ;

« 3 - elle permet de renforcer la visibilité internationale de l'autorité.

« L'AMF est une **personne publique**, ce qui la distingue du CMF qui est doté d'une personnalité privée (...).

« Enfin, le texte précise que **l'AMF est « indépendante** ». Le simple octroi de la personnalité morale ne garantit pas l'indépendance. En effet, un établissement public est une personne morale de droit public dont

¹ Sénat, rapport n° 206 (2002-2003), p. 49-50.

*l'indépendance est limitée par l'exercice du pouvoir de tutelle. Dans le cas de l'AMF, ses principales règles de fonctionnement confirment ce caractère d'indépendance puisqu'elle n'est pas soumise au pouvoir hiérarchique du ministre ni à sa tutelle : elle ne reçoit ni ordre ni instruction du gouvernement ; sa composition collégiale (avec notamment la présence de membres des hautes juridictions), le statut de ses membres et notamment le caractère irrévocable de leur mandat, la durée fixe et longue de celui-ci, et le régime des incompatibilités, la dispense de contrôle financier préalable, sont autant d'éléments qui attestent cette indépendance. Elle constitue une **garantie renforcée de l'impartialité de notre système de régulation**, particulièrement importante pour la crédibilité internationale de décisions à caractère économique et financier »¹.*

Ce nouveau statut – **qui a été étendu à la CCAMIP, sur l'initiative de votre commission** – garantit l'indépendance nécessaire à un régulateur unique des marchés financiers, dont la légitimité est réaffirmée à l'égard de ses homologues étrangers. L'AMF a su conjuguer les qualités traditionnellement reconnues à la COB – sa rigueur et sa sévérité – et celles du CMF, dont la réactivité, en implication avec les professionnels, était saluée. Votre rapporteur général juge cette **rigueur indispensable à l'affermissement de la confiance dans les marchés financiers**.

Lors de la présentation de la nouvelle architecture de l'AMF, le 12 février 2004, M. Gérard Rameix, secrétaire général de l'AMF, a estimé que la mise en place d'une seule direction pour la surveillance des marchés était plus particulièrement facteur de « **synergies** » entre la COB et le CMF. Celles-ci devaient en particulier se traduire par l'intégration des deux logiciels de recherche et de détection des irrégularités de marché utilisés précédemment par le CMF et la COB (*cf. encadré ci-dessous*).

Le système informatique IRIS de détection des irrégularités de marché utilisé par l'AMF

Afin de détecter les irrégularités de marché, l'AMF dispose du système IRIS qui permet de **visualiser la totalité du carnet d'ordres**, y compris les ordres cachés, et d'**identifier immédiatement les intermédiaires** grâce à leur code.

Largement automatisé, le dispositif est fondé sur environ 70 tests statistiques qui analysent la nuit les transactions de la veille. Les transactions sur lesquelles ont été détectées le taux d'anomalies le plus élevé font ensuite l'objet d'un examen plus approfondi.

L'AMF utilise également des moteurs de recherche des forums de discussion, susceptibles de révéler des faits délictueux.

La qualification d'autorité publique indépendante dotée de la personnalité morale peut toutefois comporter **certains inconvénients** : l'AMF doit apprendre à gérer elle-même les ressources qui lui sont affectées et

¹ *Ibid.*, p. 49-50.

recruter son propre personnel ; en outre, la responsabilité de l'AMF – et non plus celle de l'Etat – peut être engagée devant les tribunaux, ainsi que l'a relevé M. Gérard Rameix, secrétaire général de l'AMF, lors de son audition par votre rapporteur général.

Votre rapporteur général se félicite toutefois de constater que, en raison probablement de la mise en place rapide de l'AMF, **elle semble avoir plus facilement surmonté que la CCAMIP les obstacles que pouvait comporter son nouveau statut.**

2. Une organisation interne sophistiquée

Alors que la COB était constituée exclusivement d'un collège plénier, le **collège** apparaît comme l'instance de droit commun de l'AMF, mais celle-ci peut – à l'instar du CMF et du CDGF – constituer en son sein des « *formations spécialisées* ». Dans le cas du CMF, ces formations spécialisées étaient destinées, d'une part, à instruire et préparer ses décisions, d'autre part, à recourir à des personnes qualifiées extérieures pouvant participer, avec voix délibérative ou consultative, aux formations spécialisées, pour une durée déterminée.

S'agissant de l'AMF, le collège peut se constituer en **commissions spécialisées** et en **commissions consultatives**. La création de commissions spécialisées est encadrée : en application de l'article 3 de la loi de sécurité financière, celles-ci sont « *présidées par le président de l'Autorité des marchés financiers pour prendre des décisions de portée individuelle* ».

La fonction répressive incombe à une **commission des sanctions**, indépendante du collège de l'AMF, et composée de magistrats et de professionnels. La commission des sanctions est actuellement présidée par M. Jacques Ribs, conseiller d'Etat honoraire.

En **février 2004**, l'AMF a mis en place **une commission consultative permanente, dédiée à la protection des épargnants et des actionnaires minoritaires**, laquelle s'est ajoutée aux quatre autres commissions consultatives constituées antérieurement dans les domaines suivants :

- l'organisation des marchés ;
- les activités post-marché ;
- la gestion individuelle et collective ;
- l'information et les opérations financières.

Un des chantiers prioritaires pour l'AMF est d'engager une réflexion, au sein d'un groupe de travail piloté par la commission consultative des épargnants et des actionnaires minoritaires, concernant **la formation initiale et la sensibilisation aux mécanismes de marché**. La constitution de cette commission, **dont on peut déplorer la constitution tardive**, témoigne de la recherche d'une proximité avec les professionnels, à laquelle était plus particulièrement attaché le CMF.

En vue d'élargir son dispositif consultatif, l'AMF prévoit aussi la mise en place d'un **conseil scientifique, regroupant des universitaires et des chercheurs**. L'objet de ce conseil scientifique est de permettre à l'AMF de renforcer sa connaissance du fonctionnement des marchés aux plans micro et macroéconomique. Votre rapporteur général estime opportune la création de cette nouvelle instance, qui ne reprendra pas seulement les travaux universitaires en cours et qui devra être en mesure de travailler avec d'autres structures disposant d'une expertise spécialisée – notamment la Banque de France.

B. UNE AUTORITÉ AUTONOME DOTÉE DE MOYENS SUFFISANTS

1. Une réelle autonomie dans le fonctionnement interne

L'autonomie administrative et financière de l'AMF découle de son statut d'autorité publique indépendante dotée de la personnalité morale.

Son autonomie financière se traduit par la possibilité de percevoir directement ses ressources ; le pouvoir d'arrêter son budget, sur proposition du secrétaire général ; l'exécution de son budget sans contrôle financier *a priori*.

L'AMF peut recruter directement des agents contractuels de droit public et des salariés de droit privé. A cet égard, votre rapporteur général rappelle que **l'autonomie de gestion ne doit pas conduire à opérer les recrutements suivant des perspectives trop optimistes**. Cette prudence s'impose d'autant plus dans une période de transition et de mise en place au cours de laquelle le volume prévisionnel d'activité n'est pas encore complètement connu.

2. La recherche d'un dimensionnement adéquat des moyens humains et financiers

L'autonomie en droit doit se concrétiser, en pratique, par des moyens financiers et humains suffisants.

a) Des moyens financiers supérieurs à ceux de la COB et du CMF

Lors de la discussion du projet de loi de sécurité financière, votre rapporteur général avait insisté sur la nécessité de **créer une autorité forte, crédible et dotée de moyens suffisants**. Un renforcement doit également permettre à l'AMF d'assumer ses **missions nouvelles**, concernant en particulier l'analyse, la notation, le démarchage et le conseil financiers.

Les barèmes et montants de certains taux et taxes perçus par l'AMF ont été réévalués à la hausse en 2004. En particulier, la taxe forfaitaire prélevée lors du dépôt du document de référence – laquelle doit être comprise entre 500 et 1.000 euros – a augmenté de 800 à 1.000 euros, soit des ressources supplémentaires de près de 100.000 euros pour l'AMF en 2004.

Selon les informations qui ont été communiquées à votre rapporteur général, dans le budget prévisionnel de l'AMF pour l'année 2004, le taux fixe retenu pour la **contribution** au budget de l'AMF **des personnes soumises à son contrôle**¹ devrait lui permettre de disposer de « *produits de gestion courante* » évalués à **41,34 millions d'euros**, auxquels s'ajouteraient des ressources propres (à hauteur de **1,94 million d'euros**) correspondant à des ventes de marchandises, produits fabriqués et prestations de services (0,54 million d'euros dans le budget prévisionnel 2004), ainsi qu'à des revenus de placements financiers (1,4 million d'euros dans le budget prévisionnel 2004).

Ces moyens portent le niveau des **ressources globales à 43,28 millions d'euros** dans le budget prévisionnel 2004. Celles-ci marquent une **continuité par rapport aux ressources cumulées de la COB et du CMF**, lesquelles ont atteint près de 40 millions d'euros en 2002.

L'AMF évalue ses dépenses prévisionnelles pour l'année 2004 à 50 millions d'euros². Un **prélèvement sur fonds de roulement** – lequel

¹ Il s'agit d'une contribution annuelle, fixe ou proportionnelle à l'encours géré. En outre, certaines opérations sont soumises à un droit fixe ou à une contribution proportionnelle à la valeur des instruments financiers lors de l'opération.

² Les dépenses du budget prévisionnel 2004 atteignaient 50,27 millions d'euros (dont 45,99 millions d'euros en dépenses de fonctionnement et 4,28 millions d'euros en dépenses de capital). Suite à une décision modificative en date du 20 juillet 2004, les dépenses prévisionnelles de fonctionnement ont été réévaluées à 48,12 millions d'euros, portant le total des dépenses à 52,4 millions d'euros.

correspond à une année de fonctionnement, soit 50 millions d'euros – pourrait être opéré en 2004 en cas de décalage entre les recettes et les dépenses.

Les données budgétaires ne figuraient pas dans le bilan d'activité 2003 de l'AMF, compte tenu des limites que présente l'établissement d'un budget prévisionnel qui correspond dans une assez large mesure au total agrégé des budgets de la COB, du CMF et du CDGF. L'AMF observe également que le dynamisme du marché conduit à des écarts potentiellement importants entre le budget prévisionnel et le budget définitif.

Des conclusions définitives ne pourront être formulées qu'après l'adoption du budget 2005, l'année 2004 apparaissant comme une année de transition et de consolidation des moyens antérieurs. **A compter du 1^{er} janvier 2005**, en application des dispositions issues d'un amendement adopté sur l'initiative de votre commission, l'AMF percevra une nouvelle **contribution auprès des conseils en investissements financiers**, suivant un taux fixe qui sera fixé par décret dans une fourchette comprise entre 500 et 1.000 euros¹.

A l'exception de cette contribution, **l'AMF dispose des mêmes sources de financement que la COB et le CMF**. Celles-ci devraient donc être marquées par la même **volatilité** que pour la COB et le CMF, les ressources sur opérations dépendant du dynamisme du marché. Les années de référence 2002 et 2003, lors de la mise en place de l'AMF, correspondaient à un faible dynamisme du marché : en 2000, les ressources globales cumulées de la COB et du CMF avaient en effet atteint de 68,5 millions d'euros en 2000 et 50,2 millions d'euros en 2001 (contre 39,7 millions d'euros en 2002).

b) Les moyens humains : quel recours à des expertises extérieures ?

L'AMF employait 332 salariés au 1^{er} janvier 2004, soit une **augmentation de 6 %** par rapport aux effectifs cumulés (314) au 31 décembre 2002 des deux principales autorités ayant fusionné au sein de l'AMF, la COB (270 agents) et le CMF (44 agents). Cette progression s'est essentiellement opérée avant l'installation de l'AMF le 24 novembre 2003 : à cette date, l'AMF comptait 277 agents et le CMF 48 agents, soit un effectif cumulé de 325.

¹ L'impact financier de cette contribution sur les ressources de l'AMF reste à évaluer, dans l'attente d'une connaissance exacte de la population des conseillers en investissements financiers, dès lors que la procédure d'agrément des associations professionnelles aura été mise en place. Il est estimé que 3.000 à 10.000 conseillers en investissements financiers pourraient être concernés. Si l'on retient les hypothèses basses de 3.000 conseillers et d'un taux de 500 euros, le minimum de ressources complémentaires s'élèverait à 1,5 million d'euros, soit plus de 3 % des ressources totales de l'AMF.

Selon les informations communiquées à votre rapporteur général par l'AMF, un **renforcement des effectifs de vingt-six agents est envisagé d'ici la fin de l'année 2004, soit une augmentation de 7,8 % des effectifs**¹. Votre rapporteur général observe que la fusion doit toutefois également permettre des gains de productivité et que, compte tenu de la volatilité des recettes de l'AMF, celle-ci doit procéder à une évaluation prudente de ses effectifs.

Afin de parvenir à une allocation optimale des moyens, votre rapporteur général souligne aussi l'intérêt de **recourir à des expertises extérieures**, en cas de surcroît ponctuel d'activité, sur des sujets spécifiques faisant appel à des compétences spécialisées.

Parallèlement, l'AMF a choisi de mettre en place un dispositif d'**intéressement**, ce qui témoigne de la modernisation des méthodes de gestion du personnel, dans le cadre du nouveau statut d'autorité publique indépendante disposant de la personnalité morale. Il importe en effet que l'AMF effectue une « révolution culturelle », en fondant davantage l'intéressement sur la notion d'efficacité, intégrant des critères qualitatifs, que sur des critères quantitatifs (nombre de visas d'opérations financières, nombre de contrôle...) – partiellement liés à l'environnement de marché.

Dans le même esprit, votre rapporteur général est favorable à l'introduction de **primes au mérite** : une partie des rémunérations varierait ainsi en fonction des performances. A cette fin, l'AMF devrait développer la mise en place d'enquêtes de satisfaction auprès des intervenants de marché, sur le modèle des démarches qu'avait entreprises la COB, pour mieux déterminer les points d'amélioration. Les règles d'intéressement et de répartition des primes au mérite doivent, à l'évidence, être débattues au sein du collège de l'Autorité.

¹ Cette augmentation des effectifs concernerait la plupart des directions et services, qu'ils exercent des fonctions de contrôle (la direction des enquêtes et de la surveillance des marchés, le service du contrôle des prestations et des infrastructures de marché, lesquels devraient gagner respectivement 6 et 4 emplois), qu'ils soient à caractère opérationnel (la direction des émetteurs et le service des prestataires et des produits : respectivement, + 4 et + 3 emplois) ou remplissent des fonctions support (la direction des affaires juridiques et la direction des affaires comptables, respectivement + 2 et + 1 emploi(s)). La direction de la régulation et des affaires internationales bénéficierait aussi d'un renforcement de ses moyens, à hauteur de 3 emplois.

Les effectifs de l'Autorité des marchés financiers

SERVICES	2003		2003	2004		Renforts
	COB	CMF	24/11/2003	01/01/2004*	31/12/2004*	
Présidence	10	3	12	5	6	1
Secrétariat Général						
Mission règlement général				1	1	
Contrôleur Interne				2	2	
Communication	17	3	20	18	18	
Médiation	6		6	6	6	
Agent Comptable	7		7	7	7	
Direction des Affaires Juridiques	18	2	17	21	23	2
Direction de la Régulation et des Affaires Internationales	13		15	25	28	3
Direction de la Gestion Interne et des Ressources Humaines				2	2	
DGIRH - Administration et Ressources Humaines	34	4	38	38	38	
DGIRH - Collège et Commission Sanctions				5	7	2
DGIRH - Systèmes d'Information	15		16	17	18	1
Direction des Enquêtes et de la Surveillance des Marchés	51	16	51	50	56	6
Direction des Prestataires, de la Gestion et de l'Epargne			2	2	2	
DPGE - Prestataires et Produits d'Epargnes	50	8	61	50	53	3
DPGE - Contrôle des Prestataires et des Infrastructures de Marché			16	24	28	4
Direction des Emetteurs	40	12	48	43	47	4
Direction des Affaires Comptables	12		12	12	13	1
Détachés	4		4	4	3	-1
	277	48	325	332	358	26

* Emplois budgétaires, décision modificative du 20 juillet 2004 portant les effectifs de l'AMF de 332 à 358.

Source : AMF

C. UN FONCTIONNEMENT FONDÉ SUR L'INDÉPENDANCE DE SES MEMBRES ET LA SOUPLESSE DE L'ORGANISATION DU TRAVAIL

1. L'indépendance réelle du collège

Lors de la discussion du projet de loi de sécurité financière, votre rapporteur général avait veillé à ce que l'**indépendance du collège** fût garantie par la diversité des profils de ses membres, nommés par dix autorités différentes, conformément aux dispositions suivantes de l'article 3 de la loi de sécurité financière :

« Le collège est composé de seize membres :

« 1° Un président, nommé par décret ;

« 2° Un conseiller d'Etat désigné par le vice-président du Conseil d'Etat ;

« 3° Un conseiller à la Cour de cassation désigné par le premier président de la Cour de cassation ;

« 4° Un conseiller maître à la Cour des comptes désigné par le premier président de la Cour des comptes ;

« 5° Un représentant de la Banque de France désigné par le gouverneur ;

« 6° Le président du Conseil national de la comptabilité ;

« 7° Trois membres désignés, à raison de leur compétence financière et juridique ainsi que de leur expérience en matière d'appel public à l'épargne et d'investissement de l'épargne dans des instruments financiers, respectivement par le Président du Sénat, le Président de l'Assemblée nationale et le président du Conseil économique et social ;

« 8° Six membres désignés, à raison de leur compétence financière et juridique ainsi que de leur expérience en matière d'appel public à l'épargne et d'investissement de l'épargne dans des instruments financiers, par le ministre chargé de l'économie après consultation des organisations représentatives des sociétés industrielles et commerciales dont les titres font l'objet d'appel public à l'épargne, des sociétés de gestion d'organismes de placements collectifs et des autres investisseurs, des prestataires de services d'investissement, des entreprises de marché, des chambres de compensation, des gestionnaires de systèmes de règlement livraison et des dépositaires centraux ;

« 9° Un représentant des salariés actionnaires désigné par le ministre chargé de l'économie après consultation des organisations syndicales et des associations représentatives ».

Cette diversité visait notamment à répondre à des critiques récurrentes dont la COB avait été l'objet, du fait de la surreprésentation en son sein des grands corps de l'Etat. Le nouveau collège de l'AMF ne comprend pas exclusivement des fonctionnaires ou des membres issus de la fonction publique, **mais également des représentants de la société civile**, soit ès qualités, comme M. Jean-Claude Mothié, représentant des salariés actionnaires désigné par le ministre de l'économie, soit du fait des choix opérés par les autorités disposant d'un pouvoir de nomination – comme M. Jean de Demandolx, président directeur général d'une société indépendante de conseil et gestion de portefeuille, désigné par M. Christian Poncelet, Président du Sénat, et auditionné par votre rapporteur général dans le cadre du présent rapport d'information.

Conformément à la volonté du législateur lors de l'adoption du projet de loi de sécurité financière, **le président de l'AMF dispose**, en outre, **de pouvoirs élargis**, en partie analogues à ceux du président du conseil d'administration d'une société. Le président de l'AMF a reçu délégation de signature du collège pour certaines décisions individuelles – en particulier, pour le visa de prospectus et l'agrément de prestataires ou de produits. Il dispose également de pouvoirs propres, de suspension de cotation ou pour représenter l'AMF en justice.

Votre rapporteur général estime qu'un progrès a été accompli en ce qui concerne le **fonctionnement du collège**, alors que le collège plénier que constituait la COB avait parfois été décrit comme une simple chambre d'enregistrement. **Les réunions se tiennent à un rythme élevé** (au moins une demi-journée tous les quinze jours), du fait de la multiplicité des thèmes et des chantiers réglementaires qui ont été abordés par l'AMF dès son installation.

La **rétribution** des membres du collège, en moyenne de 1.500 euros par mois, est enfin décente par rapport au volume de travail qu'exige la préparation des séances du collège. Pour les membres des commissions spécialisées, l'indemnité s'élève à 515,30 euros par mois. Les membres de la commission des sanctions perçoivent 281,07 euros par « *vacation* » – le nombre annuel de vacations étant compris entre 4 et 20, en fonction de l'activité de la commission des sanctions.

Les membres du collège de l'Autorité des marchés financiers

<u>Président</u>	<i>M. Michel Prada</i>
<u>Conseiller d'Etat désigné par le vice-président du Conseil d'Etat</u>	<i>M. Jacques Delmas-Marsalet</i>
<u>Conseiller à la Cour de cassation désigné par le premier président de la Cour de cassation</u>	<i>Mme Claire Favre</i>
<u>Conseiller maître à la Cour des comptes désigné par le premier président de la Cour des comptes</u>	<i>M. Philippe Adhémar</i>
<u>Représentant de la Banque de France désigné par le gouverneur</u>	<i>M. Jean-Paul Redouin</i>
<u>Président du Conseil national de la comptabilité</u>	<i>M. Antoine Bracchi</i>
<u>Membre désigné par le président du Sénat</u>	<i>M. Jean de Demandolx Dedons</i>
<u>Membre désigné par le président de l'Assemblée nationale</u>	<i>M. Jean-Michel Naulot</i>
<u>Membre désigné par le président du Conseil économique et social</u>	<i>M. Bernard Esambert</i>
<u>Membres désignés par le ministre de l'économie</u>	<i>Mme Monique Bourven ;</i> <i>M. Bernard Field ; M. Antoine Giscard d'Estaing ; M. Dominique Hoenn ; M. Yves Mansion ; M. Jean-Pierre Pinatton</i>
<u>Représentant des salariés actionnaires désigné par le ministre de l'économie</u>	<i>M. Jean-Claude Mothié</i>
<u>Commissaires du Gouvernement</u>	<i>M. Xavier Musca, Directeur du Trésor ;</i> <i>M. Thierry Francq, suppléant ; M. Jean-Baptiste Massignon, suppléant ; Mme Virginie Cayatte, suppléante.</i>

Source : AMF (mise à jour au 29 juin 2004)

2. La souplesse dans l'organisation du travail

a) L'organisation générale des services

S'agissant de l'**organisation des services**, placés sous l'autorité du secrétaire général, celle-ci a été présentée officiellement le 12 février 2004 et témoigne d'une **clarification dans l'exercice des missions**¹ :

- **deux pôles** opérationnels par **métiers** ont été constitués : **la direction des émetteurs**, regroupant les opérations financières, notamment les offres publiques, et l'information financière ; **la direction des prestataires de la gestion et de l'épargne**, en charge des missions relatives aux intermédiaires, en particulier le suivi des acteurs, la gestion de l'épargne et la commercialisation des produits, dans le cadre de la réforme du démarchage et du nouveau statut de conseiller en investissement financier ;

- une **direction de la régulation et des affaires internationales** a été mise en place, en charge de la coordination et du pilotage de l'évolution des règles, notamment pour le suivi des directives européennes ;

- la **direction des enquêtes et de la surveillance des marchés**, qui correspond à l'ancienne inspection de la COB.

En outre, l'AMF dispose de services de gestion interne et des ressources humaines, d'une direction des affaires juridiques et d'une direction des affaires comptables.

La direction des prestataires de la gestion et de l'épargne instruit les décisions individuelles d'agrément ou d'enregistrement des professionnels. Elle comporte un service de contrôle des prestataires.

Votre rapporteur général se félicite de la constitution d'une direction de la régulation et des affaires internationales, identifiant une mission spécifique qui incombait auparavant aux services opérationnels de la COB et du CMF. La mission de l'AMF ne peut en effet plus s'entendre dans un contexte exclusivement national, du fait de l'interconnexion des marchés et de l'internationalisation de la régulation au sein du Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CESR) et de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV)². Cette direction pourrait jouer, toutes proportions gardées, **un rôle analogue à celui du Secrétariat général du comité interministériel** pour les questions de coopération économique

¹ La présentation ci-dessous se fonde notamment sur le rapport d'activité 2003 de l'AMF, complété par un entretien de M. Gérard Rameix, secrétaire général de l'AMF, au numéro du quotidien « Les Echos » en date du 13 février 2004.

² Cf. infra, paragraphe I de la cinquième partie du présent rapport d'information.

européenne (**SGCI**), chargé de coordonner les positions que la France exprime au sein des instances communautaires et garant de la cohérence et de l'unité des ces positions. En tout état de cause, l'AMF doit absolument jouer un rôle actif d'impulsion pour faire valoir les conceptions françaises dans les enceintes internationales.

Votre rapporteur général estime que **des efforts peuvent encore être accomplis au sein de la direction des enquêtes**. Certaines informations transmises à votre rapporteur général semblent en effet indiquer que la connaissance des pratiques financières par la direction des enquêtes pourrait parfois « marquer le pas » par rapport à ses excellentes connaissances juridiques, lesquelles constituent son cœur de métier.

b) Le rôle des commissions spécialisées

Si le collège est l'organe décisionnel de l'AMF, disposant d'une compétence de principe, il peut déléguer une partie de ces pouvoirs à des **commissions spécialisées** constituées chacune, en son sein, **de cinq conseillers**.

Formées sous la présidence du président de l'AMF, les commissions spécialisées examinent les rapports de contrôle ou d'enquête puis ouvrent si nécessaire une procédure de sanction, par notification des griefs aux personnes mises en cause. En cas d'urgence, les commissions spécialisées peuvent suspendre l'activité des professionnels.

Lors des auditions conduites dans le cadre du présent rapport d'information, votre rapporteur général s'est assuré de **l'homogénéité de la composition des commissions spécialisées**. **Celles-ci tendent de fait à jouer un rôle de procureur**, au sens où elles décident ou non de transmettre les dossiers à la commission des sanctions.

La constitution de commissions spécialisées offre ainsi une souplesse nécessaire au bon fonctionnement du collège de l'AMF : le collège conserve sa compétence *in fine*, en particulier en cas de difficultés d'interprétation ou de doctrine.

c) Une structuration de la commission des sanctions en deux sections

Formée de 12 membres, **la commission des sanctions a choisi**, en raison du nombre de ses dossiers, **de se constituer en deux sous-sections**, présidées l'une par un magistrat administratif, l'autre par un conseiller à la Cour de Cassation. **Votre rapporteur général s'est demandé si cette organisation n'était pas de nature à relever d'une logique de blocs de compétence** – la compétence de l'AMF ayant été étendue à toute décision individuelle prise à l'encontre de professionnels.

M. Gérard Rameix, secrétaire général de l'AMF, a répondu que **cette crainte était infondée** : le président affecte lui-même les dossiers, indépendamment du fond des affaires, et **la commission plénière peut se saisir elle-même des affaires majeures**.

3. L'élaboration prioritaire du règlement général

Si votre rapporteur général se félicite de la mise en place rapide de l'AMF, il souligne la nécessité de poursuivre dans cette voie en **adoptant dans les meilleurs délais le nouveau règlement général**. En tout état de cause, les règlements de la COB et du CMF continuant de s'appliquer, il n'existe pas de vide juridique.

Un **comité de pilotage** a été constitué : il est dirigé par le secrétaire général de l'AMF, secondé par le directeur de la régulation et des affaires internationales, et soutenu par une **mission règlement général**, mise en place auprès du collège de l'AMF et conduite par l'ancien médiateur de la COB, M. Daniel Farras.

M. Gérard Rameix, secrétaire général de l'AMF a précisé, dans un entretien aux *Echos* du 13 février 2004, que « *certaines éléments [étaient] d'ores et déjà arrêtés, tels que le code de déontologie de l'AMF et les règles sur l'usage de l'informatique* ». Il s'agit de la consolidation d'éléments antérieurs des règlements généraux de la COB et du CMF. Une première version du règlement général de l'AMF, comportant ces seuls éléments, est disponible sur le site Internet de l'AMF depuis le 23 février 2004.

**Règlement général de l'Autorité des marchés financiers
(version provisoire mise en ligne le 23 février 2004)**

« TITRE I^{er} »

**« FONCTIONNEMENT DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS : DÉONTOLOGIE ET
RÉMUNÉRATIONS DES MEMBRES ET DES EXPERTS »**

« Chapitre 1er : Déontologie des membres de l'Autorité des marchés financiers »

« Article 1.1.1 »

« Lors de leur entrée en fonction, les membres de l'Autorité informent le président :

« - des **fonctions** dans une activité économique ou financière qu'ils ont exercées au cours des deux années précédentes et de celles qu'ils exercent ;

« - des **mandats** au sein d'une personne morale dont ils ont été titulaires au cours des deux années précédentes et de ceux dont ils sont titulaires.

« Ils communiquent en outre au président **la liste des intérêts** qu'ils ont détenus au cours des deux années précédentes ou qu'ils détiennent, et notamment des instruments financiers émis par des personnes faisant appel public à l'épargne.

« Article 1.1.2

« Lorsqu'un membre de l'Autorité vient à exercer une nouvelle fonction dans une activité économique ou financière ou un nouveau mandat au sein d'une personne morale, il en informe dans délai le président.

« Avant le 15 février de chaque année, les membres transmettent au président la liste des intérêts détenus telle qu'arrêtée au 31 décembre de l'année précédente.

« Article 1.1.3

« Le président de l'Autorité transmet au président de la commission des sanctions les informations prévues par les deux articles précédents, concernant les membres de la commission des sanctions.

« Article 1.1.4

« Sur demande écrite formulée par un membre de l'Autorité, le président lui donne connaissance des fonctions ou mandats exercés par un autre membre.

« Article 1.1.5

« Lorsque, au vu de l'ordre du jour du collège, d'une commission spécialisée, de la commission des sanctions ou d'une section de celle-ci, un membre de l'Autorité constate qu'il ne peut délibérer, en vertu de l'article L. 621-4 du code monétaire et financier, il en informe le président de la formation concernée.

« Avant de désigner en qualité de rapporteur un membre de la commission des sanctions, le président s'assure que celui-ci ne risque pas de se trouver en conflits d'intérêts compte tenu des personnes faisant l'objet de la procédure.

« Article 1.1.6

*« Les membres du collège détenant des instruments financiers émis par voie d'appel public à l'épargne **doivent en confier par mandat la gestion à un prestataire de services d'investissement.** Ils peuvent toutefois conserver la gestion directe des parts ou actions d'OPCVM ainsi que des titres de créance émis ou garantis par l'État.*

« Ils peuvent également décider lors de leur entrée en fonctions de conserver en l'état leur portefeuille. Dans ce cas, ils ne peuvent acquérir de nouveaux instruments financiers que dans le cadre d'une opération financière propre à un émetteur dont ils détiennent déjà des instruments financiers, et en faisant usage des droits attachés à ceux-ci ; ils doivent alors informer sans délai le président des nouveaux instruments financiers détenus. Lorsqu'ils envisagent de céder des instruments financiers, ils doivent s'assurer auprès du président que l'Autorité ne détient pas d'informations privilégiées sur la collectivité émettrice en cause ; le président fait savoir à l'intéressé si l'opération projetée est possible à la date prévue. Nonobstant les dispositions précédentes, les membres du collège peuvent assurer la gestion des actions, des options de souscription ou d'achats d'actions ou de parts de FCPE détenues à raison de fonctions ou mandats exercés dans une société faisant appel public à l'épargne ; avant d'acquérir ou de céder ces actions ou parts ou d'exercer une option, dans le respect des prescriptions édictées en cette matière par la société, ils doivent vérifier auprès du président que l'Autorité ne détient pas d'informations privilégiées sur la société en cause ; le président fait savoir à l'intéressé si l'opération projetée est possible à la date prévue. Si un membre détient avant sa nomination une participation en concert avec d'autres investisseurs dans une société faisant appel public à l'épargne, il peut conserver ses instruments financiers pendant la durée de ses fonctions. S'il est conduit, à titre exceptionnel, à procéder à des opérations de cession ou d'acquisition justifiées par la stratégie des investisseurs de concert, il vérifie auprès du président que

l'Autorité ne détient pas d'informations privilégiées sur la société en question ; le président fait savoir à l'intéressé si l'opération projetée est possible à la date prévue. Les dispositions du présent article s'appliquent aux comptes d'instruments financiers détenus en propre ainsi qu'à ceux sur lesquels les membres ont capacité pour agir.

« Article 1.1.7

*« Le président peut procéder à tout **contrôle** qu'il juge utile du respect, par les membres, des présentes dispositions. A cette fin, **les membres doivent lever à son profit le secret bancaire** sur chacun des comptes d'instruments financiers dont ils sont titulaires. Pour assurer ce contrôle, le président peut se faire assister par une personne de son choix. S'il vient à considérer qu'un des membres paraît avoir manqué à l'une des obligations prévues par la présente instruction, le président en informe l'intéressé en l'invitant à lui faire part de ses observations ; si, au vu des observations recueillies, le manquement continue de lui paraître avéré, le président informe l'Autorité ayant désigné le membre concerné. Le rôle dévolu au président par les articles précédents est exercé par le doyen d'âge du collège en ce qui concerne le président.*

« Article 1.1.8

« Lorsqu'ils ont à connaître d'une affaire impliquant une personne faisant appel public à l'épargne, les membres de la commission des sanctions doivent s'abstenir de toute négociation pour compte propre d'instruments financiers émis par la personne en cause tant que la procédure devant la commission n'est pas parvenue à son terme.

« Article 1.1.9

Les membres veillent à assurer la stricte confidentialité des informations orales ou écrites qui leur sont transmises dans le cadre des fonctions qu'ils exercent au sein de l'Autorité.

« Chapitre 2 : Déontologie des experts nommés auprès des commissions consultatives

« Article 1.2.1

« Les experts nommés dans les commissions consultatives doivent, dès leur nomination, informer le président de l'Autorité :

« - des fonctions exercées dans une activité économique ou financière ;

« - des mandats détenus au sein d'une personne morale.

« Lorsqu'un expert vient à exercer une nouvelle fonction dans une activité économique ou financière ou un nouveau mandat au sein d'une personne morale, il en informe sans délai le président. Lorsque, au vu de l'ordre du jour d'une commission consultative, un expert constate qu'il serait en conflit d'intérêts en prenant part à la délibération, il en informe le président de la commission concernée. Les experts veillent à assurer la stricte confidentialité des informations orales ou écrites qui leur sont transmises dans le cadre des fonctions qu'ils exercent au sein de l'Autorité.

« Chapitre 3 : Indemnités et rémunérations »

« Article 1.3.1 »

« Le collège désigne en son sein **un comité des indemnités et rémunérations**, composé de trois membres et chargé de proposer au collège :

« - le montant des indemnités appelées à être perçues par les membres de l'Autorité ;

« - un avis sur le montant de la rémunération envisagée par le président pour le secrétaire général ».

Source : AMF

Afin de parvenir à une conclusion des travaux sur le règlement général **d'ici l'automne 2004**, l'AMF a choisi de procéder concomitamment à l'envoi des premiers documents aux différentes parties concernées, les instances de l'AMF et les professionnels. Une réunion du collège de l'AMF, tenue le 20 juillet 2004, a lancé une **phase de consultations des professionnels du 30 juillet à la mi-septembre**.

Outre une consolidation du droit existant, plusieurs sujets doivent faire l'objet d'une modernisation dans le règlement général, en particulier les relations avec les émetteurs, *via* la mise en place d'un guichet unique destinée à une meilleure articulation des fonctions de régulation des offres publiques et de l'information, celle-ci étant matérialisée par la décision de recevabilité et le visa.

Le droit communautaire, en particulier les directives « prospectus » et « transparence », nécessite également des ajustements (cf. cinquième partie).

Le règlement général doit également aborder de nouveaux sujets, tels que les conseillers en investissement financier et le démarchage, dans l'attente toutefois de la publication de l'ensemble des décrets d'application de la loi de sécurité financière (cf. cinquième partie).

A la date du 26 juillet 2004, en vue des consultations prévues à partir du 30 juillet, l'AMF envisageait d'actualiser la version mise en ligne le 23 février 2004, notamment sur les points suivants :

- en application de la loi de sécurité financière, les dispositions relatives aux conditions de publicité des franchissements de seuil, des pactes d'actionnaires, du rapport sur le contrôle interne et des opérations des dirigeants et des personnes qui leur sont liées sur les titres qu'ils détiennent ;

- dans le cadre de la transposition des directives communautaires, les dispositions relatives à l'obligation d'information permanente des programmes de rachat et d'abus de marché (dans le cadre du dispositif abus de marché) et à la transposition des directives OPCVM.

D. UNE IMPÉRIEUSE NÉCESSITÉ : ASSURER LA CRÉDIBILITÉ DE LA FONCTION PARA JURIDICTIONNELLE

1. Le renforcement des sanctions

a) Le fonctionnement crédible de la commission des sanctions

(1) Une procédure graduelle de contrôle et de sanction

L'AMF a mis en place une **procédure de sanction en plusieurs étapes après une phase initiale de contrôle**, afin de respecter les principes des droits de la défense et de procès équitable, ainsi que la séparation des phases d'instruction et de sanction, en **conformité avec l'article 6 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales (CEDH)**¹.

Ce respect des dispositions de l'article 6 de la CDEH s'impose en effet dans la mesure où **les sanctions administratives de l'AMF sont considérées comme présentant un caractère pénal**, ainsi que l'avait rappelé votre rapporteur général dans son rapport en première lecture sur le projet de loi de sécurité financière². Votre rapporteur général rappelle en outre qu'une controverse doctrinale a porté sur la fonction juridictionnelle de l'AMF, susceptible de concurrencer le juge. Sur l'initiative de votre commission, un amendement a toutefois été apporté à l'article 14 de la loi de sécurité financière, afin de parvenir à une meilleure articulation des sanctions administratives et pénales³.

La procédure de contrôle et de sanction se déroule comme suit :

- en cas d'infraction, **la direction des enquêtes et de la surveillance des marchés peut décider l'envoi d'une lettre d'observations**, sans

¹ « Toute personne a droit à ce que sa cause soit entendue équitablement, publiquement et dans un délai raisonnable, par un tribunal indépendant et impartial, établi par la loi, qui décidera, soit des contestations sur ses droits et obligations de caractère civil, soit du bien-fondé de toute accusation en matière pénale dirigée contre elle. Le jugement doit être rendu publiquement (...) ».

² *En particulier, deux décrets du 1^{er} août 2001 avaient modifié la procédure de sanction de la COB, suite à un arrêt du 7 mars 2000 de la Cour d'appel de Paris qui avait annulé une sanction prononcée par la COB pour violation de l'article 6 de la CEDH.*

³ *L'amendement adopté à l'article L. 621-15-1 du code monétaire et financier a visé à permettre un meilleur fonctionnement des procédures et une amélioration de la transmission des informations entre l'AMF et l'autorité judiciaire. Votre rapporteur général avait relevé en séance : « Nous avons longuement délibéré du sujet, préoccupant pour certains de nos interlocuteurs, de la redondance possible des procédures. Avec ce processus, les choses devraient substantiellement s'améliorer tant du côté de l'AMF que du côté du parquet du tribunal de grande instance de Paris. Il devrait en résulter de meilleurs instruments de travail et une plus grande coopération » (Journal officiel, Sénat, 5 juin 2003).*

poursuivre plus avant la procédure, **ou notifier les griefs dans un dossier transmis à la commission des sanctions** ;

- la **commission des sanctions désigne un rapporteur, pouvant procéder à toutes les auditions nécessaires** ; le **rapport est porté à la connaissance de la personne mise en cause** qui peut faire valoir ses observations ;

- la commission des sanctions **délibère hors la présence du rapporteur.**

L'article 8 du décret du 21 novembre 2003 précité a précisé les règles de fonctionnement de la commission des sanctions et de ses sections, s'agissant des règles de convocation, de délibération et de suppléance du président en cas d'absence. La commission des sanctions bénéficie ainsi d'une certaine souplesse dans la conduite de ses activités.

Cette **procédure apparaît fortement encadrée et respectueuse des droits de la défense.** En particulier, si le rapporteur découvre de nouveaux griefs en cours de procédure, le dossier doit être réexaminé par le collège : la commission ne peut pas étendre d'elle-même sa saisine.

En outre, votre rapporteur général observe que l'efficacité des procédures de sanction suppose, dans le cas de filiales de sociétés étrangères établies en France, que les enquêtes de l'AMF prennent également en compte les opérations réalisées par la maison mère à l'étranger.

(2) Les pouvoirs étendus de l'AMF en matière d'injonction et de saisine du président du tribunal de grande instance de Paris

Afin de conforter la fonction de contrôle de l'AMF, l'article 13 de la loi de sécurité financière a prévu des dispositions nouvelles :

- d'une part, un **pouvoir d'injonction** du collège de l'AMF afin de faire cesser des « *pratiques contraires aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur* » ou « *de nature à porter atteinte aux droits des épargnants* », cette seconde catégorie de pratiques constituant une novation par rapport au pouvoir d'injonction directe dont disposait la COB ;

- d'autre part, un pouvoir de **saisine** par l'AMF **du président du tribunal de grande instance (TGI) de Paris** pour faire cesser les mêmes pratiques que celles visées pour le pouvoir d'injonction directe.

L'AMF a recouru à son nouveau pouvoir d'injonction, à 14 reprises depuis son installation le 24 novembre 2003 – alors que, pour sa part, la COB avait utilisé 24 fois son pouvoir d'injonction entre 1989 et 2003.

(3) La transmission à d'autres autorités

Dans le cadre de la **coopération avec d'autres autorités, administratives ou professionnelles**, votre rapporteur général observe que, en 2003, la COB a transmis 10 rapports à d'autres autorités françaises, notamment au CMF et au CDGF. Pour sa part, en 2003 le CMF a transmis 29 rapports à d'autres autorités françaises, en particulier la COB et la Commission bancaire. Ces échanges croisés témoignent de la pertinence de fusionner la COB, le CMF et le CDGF au sein de l'AMF, afin d'approfondir des coopérations plus anciennes.

S'agissant de la **transmission aux autorités judiciaires**, elle découle notamment de l'article 40 du code de procédure pénale, aux termes duquel tout officier ou fonctionnaire qui acquiert la connaissance de faits susceptibles d'être qualifiés de crime ou délit doit en donner avis au procureur de la République.

En 2003, le CMF a transmis 7 rapports de contrôle au procureur de la République, et la COB 17 rapports comportant des éléments susceptibles de qualification pénale.

Lors de son audition par votre rapporteur général le 10 juin 2004, M. Gérard Rameix, secrétaire général de l'AMF, a noté que, **dès lors qu'elle a notifié des griefs de nature pénale, l'AMF les a transmis immédiatement au parquet, sans attendre le dénouement de la procédure de sanction**. Votre rapporteur général salue cette évolution, nécessaire à la célérité de la sanction comme au maintien de bons rapports de coopération avec l'autorité judiciaire.

b) Des procédures de sanction plus nombreuses

A l'occasion de la présentation de son rapport annuel 2003 **le 24 juin 2004**, sept mois après son installation, l'AMF a souligné que **43 enquêtes** avaient été ouvertes et **54 contrôles** effectués chez les prestataires de services d'investissement. En 2003, 85 enquêtes ont été ouvertes par la COB puis par l'AMF, suite à l'examen de 1.469 situations de marché.

L'objectif consiste toutefois davantage dans l'approfondissement que dans l'augmentation des enquêtes. Votre rapporteur général partage pleinement l'opinion exprimée par M. Jacques Ribs, président de la commission des sanctions, dans un entretien donné au quotidien *Les Echos* du 17 mai 2004 : « [La commission a] un rôle répressif, bien sûr, mais également pédagogique, tant en direction du marché que du public ».

A la date du 24 juin 2004, l'AMF avait engagé une trentaine de procédures de sanction. Quatorze procédures étaient en outre héritées du CMF et du CDGF et, dans une moindre mesure, de la COB.

L'AMF a publié ses trois premières décisions de sanction le 17 mai 2004. **Cinq décisions de sanctions** avaient été **prononcées et publiées** à la date du 24 juin 2004, concernant dix personnes physiques ou morales. Par comparaison, sur l'ensemble de l'année 2003, 17 procédures de sanction (concernant 24 personnes) ont été prononcées par la COB.

Ces chiffres montrent une **accélération de l'activité** : en effet, lors de la présentation officielle de la nouvelle architecture de l'AMF, le 12 février 2004, une trentaine de procédures de sanctions étaient alors en cours d'examen.

Les **sanctions** apparaissent **dissuasives et proportionnées**. Une sanction de 500.000 euros a ainsi été prononcée à l'encontre de la Banque transatlantique. Au-delà des controverses sur leur sévérité, il convient de rappeler que les sanctions administratives sont plafonnées. Pour les délits d'initiés, les amendes peuvent atteindre dix fois les gains réalisés ; dans les autres cas, les amendes sont plafonnées à 1,5 million d'euros.

2. L'opportunité de transactions inspirées du droit américain

Compte tenu cependant des écarts entre le niveau des sanctions en France et aux Etats-Unis, votre rapporteur général estime que des **transactions financières permettraient d'accélérer les procédures et de renforcer la dissuasion**.

La possibilité de transactions financières existe aux Etats-Unis. En outre, la notion de **plaider coupable** a été introduite dans le droit pénal français, en application de la loi n° 2004-204 du 9 mars 2004 portant adaptation de la justice aux évolutions de la criminalité.

A titre d'illustration des **procédures de transaction financières utilisées aux Etats-Unis**, dans le cadre d'une transaction entre la SEC américaine et Vivendi Universal, Vivendi Universal a dû verser 50 millions de dollars d'amende (un peu plus de 40 millions d'euros) à la SEC. Cet exemple montre la possibilité de fixer les sanctions à un niveau qui tienne compte du chiffre d'affaires des sociétés sanctionnées, selon un critère utilisé par le Conseil de la concurrence.

Il convient enfin de mentionner la **possibilité de procédures de transaction et de clémence dans le droit français de la concurrence**, depuis la promulgation de la loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles

régulations économiques, ainsi que le rappelle le Conseil de la concurrence sur son site Internet :

« A l'instar des procédures utilisées aux Etats-Unis ou par la Commission européenne, le législateur a introduit dans le droit de la concurrence, depuis la loi NRE du 15 mai 2001, deux nouvelles procédures afin de faciliter la recherche des preuves. Il s'agit de la transaction et la clémence.

« La procédure de transaction offre aux entreprises, qui ne contestent pas la véracité des griefs notifiés à leur encontre et qui s'engagent à modifier leurs comportements pour l'avenir, la possibilité de voir réduite la sanction pécuniaire encourue. (art. L. 464-2 II du code de la concurrence).

« La procédure de clémence incite les entreprises parties à des accords anticoncurrentiels à se repentir en les dénonçant par l'apport d'éléments de preuves ou par l'identification des auteurs. Elles peuvent en contrepartie se voir exonérées de tout ou partie des sanctions pécuniaires encourues (art. L. 464-2 III du code de la concurrence) ».

Dans le cas des infractions sanctionnées par la commission des sanctions de l'AMF, il conviendrait de définir le cadre de tels accords de transaction et la corrélation avec les procédures judiciaires. En tout état de cause, la transaction entre l'AMF et l'autorité judiciaire n'exclurait pas la possibilité de poursuites pénales intentées par des tiers.

II. LA COMMISSION DE CONTRÔLE DES ASSURANCES, DES MUTUELLES ET DES INSTITUTIONS DE PRÉVOYANCE : UNE CONSTITUTION LABORIEUSE

A. DES RETARDS DANS LA MISE EN PLACE TRADUISANT DES ANTAGONISMES ADMINISTRATIFS

1. Un bilan d'activité flatteur pour la Commission de contrôle des assurances en 2003

La CCAMIP est issue de la fusion de la Commission de contrôle des assurances (CCA) et la Commission de contrôle des mutuelles et des institutions de prévoyance (CCMIP).

A cet égard, votre rapporteur général souhaite rappeler l'importante activité développée par la CCA avant sa fusion au sein de la CCAMIP, retracée dans son rapport d'activité 2002-2003¹.

Dans un contexte de baisse des marchés, la CCA a veillé à ce que les compagnies d'assurance puissent faire face à l'application des garanties planchers, notamment pour certains contrats en unités de compte. La CCA a constaté que, globalement, **la solvabilité du secteur n'avait pas été affectée significativement par le mouvement baissier**. En outre, la CCA s'est employée à limiter les effets pro-cycliques de certaines provisions, notamment la provision pour risque d'exigibilité qui doit être constituée en cas de moins-values du portefeuille d'actions et d'immobilier : à cette fin, la CCA a autorisé les compagnies à étaler la constitution de cette provision.

Par ailleurs, alors qu'augmentaient les sinistres dans le **secteur de l'assurance dommage et responsabilité** qui se sont logiquement répercutés sur les tarifs de réassurance, **la CCA a développé son activité de surveillance et de contrôle**, tout en se félicitant de l'attention croissante portée par les compagnies d'assurance à l'atteinte de leur équilibre technique.

En cas de difficultés, la procédure développée par la CCA est graduelle. Au titre des mesures de sauvegarde et de redressement, la CCA peut décider de la mise sous surveillance spéciale (quatre en 2002, deux en 2003), de plans de redressement ou de refinancement (un en 2002), la nomination d'un administrateur provisoire (deux en 2003), le blocage temporaire d'actifs (un en 2003), l'injonction d'avoirs pour améliorer la couverture des engagements (deux en 2002). A un stade ultérieur, la CCA peut favoriser un rapprochement, auquel elle a procédé une fois en 2002 pour une société d'assurance mutuelle médicale. Si les difficultés sont irrémédiables, et en l'absence de possibilité de rapprochement amiable, il est procédé à la cessation d'activité, par appel d'offres et reprise du portefeuille de contrats ; en cas d'appel d'offres infructueux, le retrait de l'agrément entraîne la liquidation, selon une procédure intervenue deux fois en 2002-2003.

2. La mise en place trop lente de la CCAMIP

La constitution de la CCAMIP a été laborieuse : le décret du 15 juillet 2004 relatif à son organisation et à son fonctionnement n'a été publié que le 16 juillet 2004, un an après l'adoption de la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003.

¹ Votre rapporteur général remercie M. Jacques Delmas-Marsalet, ancien président de la CCA et de la CCAMIP, d'avoir bien voulu lui communiquer une maquette de ce rapport d'activité qui devrait être rendu public fin septembre 2004, et dont les principales observations sont reprises ci-après.

La constitution du nouveau gouvernement en avril 2004 semble avoir retardé l'adoption du décret du 15 juillet 2004, le projet soumis au Conseil d'Etat le 19 janvier 2004 n'ayant fait l'objet d'un avis de la juridiction administrative que le 16 mars 2004.

Cette lenteur semble partiellement imputable aux différences **culturelles entre les deux autorités ayant fusionné** au sein de la CCAMIP : la CCA relevait du ministère de l'économie, des finances et de l'industrie et la CCMIP du ministère en charge de la santé.

Tout en se félicitant de la coopération dont ont su faire preuve la CCA et la CCMIP, **votre rapporteur général estime qu'une fusion rapide, sur le modèle de l'AMF, aurait permis d'éviter des débats dilatoires sur la nouvelle organisation des services, dont les enjeux avaient déjà été réglés par le législateur.**

Alors que la CCAMIP n'était pas encore pleinement opérationnelle fin juillet 2004, votre rapporteur général rappelle que **la loi de sécurité financière avait prévu des mesures transitoires, aux termes desquelles la CCA et la CCMIP resteraient provisoirement en place. Le prolongement de cette situation, s'il permet de combler un vide juridique, n'est pas satisfaisant**, puisqu'il a conduit de fait la CCA – ou la CCMIP – à exercer les fonctions de la CCAMIP au sein des instances où celle-ci est représentée.

3. Les enjeux de l'organisation interne : les commissions spécialisées

L'article 30 de la loi de sécurité financière a prévu explicitement que la CCAMIP, dont le président est nommé par décret du président de la République pour cinq ans, peut constituer en son sein des commissions spécialisées et des commissions consultatives.

Le retard pris dans la mise en place de la CCAMIP s'explique notamment par des débats sur son organisation interne, en particulier la possibilité de constituer une **commission spécialisée compétente à l'égard des organismes mutualistes visés par le livre III du code de la mutualité.**

Votre rapporteur général estime que **la constitution de commissions spécialisées au sein de la CCAMIP**, si elle est souhaitable à des fins de bonne organisation interne, **ne doit pas tendre à remettre en cause l'unité de la nouvelle structure, en reproduisant les anciennes divisions organiques entre la CCA et la CCMIP.**

A cet égard, le décret n° 2004-693 du 15 juillet 2004 relatif à l'organisation et au fonctionnement de la CCAMIP a proposé une solution qui apparaît équilibrée à votre rapporteur général :

- **la possibilité de constituer des commissions spécialisées**, de manière générale, **est prévue mais dans des conditions strictes**, sur proposition du président de la CCAMIP et à la majorité des deux tiers des membres, pour une durée limitée, dans un domaine strictement défini, à l'exclusion des matières relevant du pouvoir de sanction ;

- conformément à l'article 30 de la loi de sécurité financière, une commission spécialisée est constituée pour les mutuelles du livre III du code de la mutualité, avec des compétences larges (*« elle est saisie de toute question concernant ces organismes »*) et est habilitée à prononcer des sanctions à leur égard), mais la présence en son sein du président de la CCAMIP et la possibilité de renvoyer les affaires à la commission de contrôle limitent les risques d'atteintes à l'unité de la CCAMIP.

L'organisation de la CCAMIP en commissions spécialisées résultant du décret n° 2004-693 du 15 juillet 2004 relatif à l'organisation et au fonctionnement de la CCAMIP

« Article 1

« Le code des assurances est ainsi modifié : (...)

« II. - Au titre I^{er} du livre III, il est inséré un chapitre II ainsi rédigé :

« Chapitre II

« Commission de contrôle des assurances, des mutuelles et des institutions de prévoyance

« Section I

« Organisation et fonctionnement

« Sous-section I

« Organisation de la commission

*« Art. R. 310-12. - I. - Sur proposition de son président et à la majorité des deux tiers de ses membres, la commission de contrôle peut constituer une **ou plusieurs commissions spécialisées** mentionnées à l'article L. 310-12-1. Elle peut les créer en matière d'assurances de personnes, de biens et de responsabilité ainsi qu'en matière d'intermédiation et de gouvernance des organismes pratiquant des activités d'assurance.*

« Ces commissions spécialisées ne peuvent intervenir dans les matières relevant du pouvoir de sanction mentionné à l'article L. 310-18 du présent code, à l'article L. 951-10 du code de la sécurité sociale et à l'article L. 510-11 du code de la mutualité. Elles peuvent intervenir dans les matières relevant des mesures de redressement et de sauvegarde mentionnées au chapitre III du titre III du livre III du présent code, à la section V du chapitre Ier du titre III du livre IX du code de la sécurité sociale et aux articles L. 510-8 et L. 510-9 du code de la mutualité lorsque le chiffre d'affaires moyen des trois derniers exercices de l'organisme concerné est inférieur à un seuil déterminé par arrêté conjoint des ministres chargés des finances, de la sécurité sociale et de la mutualité et au moins égal à celui prévu en application de l'article L. 510-2 du code de la mutualité.

« *Lorsqu'elle décide la création d'une commission spécialisée, la commission de contrôle précise :*

« *1° L'étendue de la délégation qu'elle lui donne pour prendre des décisions de portée individuelle ;*

« *2° Sa composition, chaque commission spécialisée comprenant, outre le président de la commission de contrôle, quatre membres au moins de cette dernière ;*

« *3° La durée pour laquelle elle l'habilite à prendre les décisions mentionnées au 1°.*

« *La décision de création d'une commission spécialisée est publiée au Journal officiel de la République française.*

« *II. - 1° La commission spécialisée compétente à l'égard des organismes régis par le livre III du code de la mutualité, mentionnée à l'article L. 310-12-1, comprend, outre le président de la commission de contrôle, cinq de ses membres au moins.*

« *Elle est saisie de toute question concernant ces organismes, notamment par l'autorité administrative chargée du contrôle au niveau régional agissant dans le cadre des dispositions prévues à l'article L. 510-2 du code de la mutualité.*

« *Par dérogation aux dispositions du I, cette commission spécialisée est habilitée à prononcer à l'encontre des mutuelles régies par le livre III du code de la mutualité et selon les modalités définies aux articles R. 510-11, R. 510-12 et R. 510-13 du même code les sanctions prévues à l'article L. 510-11 de ce code.*

« *Lorsqu'elle l'estime utile, cette commission spécialisée renvoie l'affaire devant la commission de contrôle.*

« *2° Lorsqu'elle se réunit en formation consultative, cette commission spécialisée peut s'adjoindre des personnalités reconnues pour leur expérience dans les domaines de la sécurité sociale, de la prévoyance et de la gestion de structures de soins. Elle peut notamment donner des avis ou faire des recommandations sur les relations entre les régimes de base de sécurité sociale et les organismes relevant de sa compétence. Réunie en formation consultative, elle ne peut prononcer de décisions de portée individuelle.*

« *III. - 1° Chacune des commissions spécialisées mentionnées aux I et II se réunit sur convocation du président de la commission de contrôle ou à la demande de la moitié de ses membres. Elle ne peut délibérer que si quatre au moins de ses membres sont présents.*

« *Les commissaires du Gouvernement peuvent assister aux réunions des commissions spécialisées.*

« *2° Il est établi un procès-verbal des délibérations de la commission spécialisée. Mention y est faite du nom des membres présents. Le procès-verbal est soumis à l'approbation de la commission spécialisée.*

« *Une fois approuvé, ce procès-verbal est signé par le président et copie en est tenue à la disposition des membres de la commission de contrôle et des commissaires du Gouvernement.*

« *Le président rend compte à la plus prochaine réunion de la commission de contrôle des décisions adoptées par chaque commission spécialisée.*

« 3° Une **décision** d'une commission spécialisée est **exécutoire** sauf si l'un de ses membres ou un commissaire du Gouvernement demande, au cours de la séance, que la décision soit renvoyée à la Commission de contrôle des assurances, des mutuelles et des institutions de prévoyance (...) ».

Source : Journal officiel, 16 juillet 2004, p. 12753

B. DES MOYENS ACCRUS DANS LE CADRE DU NOUVEAU STATUT D'AUTORITÉ INDÉPENDANTE DOTÉE DE LA PERSONNALITÉ MORALE

1. Un renforcement encore relatif des moyens financiers et humains de la CCAMIP

a) La faiblesse des moyens antérieurs de la CCA et de la CCMIP

Lors de l'examen du projet de loi de sécurité financière, **votre rapporteur général avait insisté** dans son rapport **sur la faiblesse des moyens de la CCA et de la CCMIP**, tant humains que financiers

S'agissant des **moyens en personnels**, la CCA apparaissait toutefois mieux dotée que la CCAMIP :

« *Le secrétariat général de la CCA est assuré par le chef du service de contrôle des assurances. Les contrôles de la CCA sont effectués :*

« - *soit, dans la très grande majorité des cas, par les membres du corps des commissaires contrôleurs des assurances qui est mis à la disposition de la CCA (environ 35 personnes, ce qui est peu pour contrôler quelques 400 entreprises), et qui est spécialement formé au contrôle des organismes d'assurance et notamment à l'actuariat,*

« - *soit, en tant que de besoin, par des membres de l'inspection générale des affaires sociales (IGAS) mis à la disposition de la CCA (...).*

« **C'est surtout sur la question des moyens que les différences subsistent entre les deux commissions de contrôle.**

« **La CCMIP ne dispose en effet que d'un effectif très réduit (une dizaine de personnes à temps plein) et fait appel « en tant que de besoin » à des membres de l'IGAS pour effectuer les contrôles sur quelques 400 organismes relevant du contrôle de la commission.**

« Le code de la sécurité sociale l'autorise également à bénéficier du concours des commissaires contrôleurs des assurances et des agents de contrôle des services déconcentrés du ministre chargé de la mutualité. La CCMIP peut également disposer d'agents, sous contrats de droit public ou de droit privé, habilités par son président à effectuer les contrôles »¹.

Concernant les **moyens financiers**, dans son rapport en première lecture sur le projet de loi de sécurité financière, votre rapporteur général avait relevé, en mars 2003, que la CCA était indirectement financée par une contribution pour frais de contrôle, alors que la CCMIP percevait le produit d'une redevance :

« La CCA est financée, de façon exclusive, par une subvention budgétaire inscrite au budget du ministère de l'économie. Mais, le budget général de l'Etat reçoit une contribution pour frais de contrôle payée par les entreprises contrôlées par la CCA et qui vise, en théorie, à financer son contrôle comme c'est le cas dans d'autres pays européens. Ainsi que le prévoit l'article L. 310-9 du code des assurances : « les frais de toute nature résultant de l'application des dispositions du présent code relatives au contrôle et à la surveillance de l'Etat en matière d'assurance et de réassurance, sont couverts au moyen de contributions proportionnelles au montant des primes ou cotisations (...) et fixées, annuellement, pour chaque entreprise, par l'autorité administrative ».

« Le taux de cette contribution est fixé en fonction des dépenses de la CCA constatées l'année précédente. Il est actuellement de 0,055 pour mille du chiffre d'affaires des sociétés (...).

« [La CCMIP] bénéficie de l'autonomie financière. Ses ressources sont notamment constituées du produit d'une redevance à la charge des institutions de prévoyance du code de la sécurité sociale, des mutuelles, unions et fédérations du code de la mutualité et des institutions de retraite complémentaire. Cette redevance a pour assiette le chiffre d'affaires des institutions concernées et son taux est de 0,05 pour mille. Créée très récemment, cette redevance n'est pas encore opérationnelle »².

b) Une volonté du législateur de renforcer les moyens à la disposition de la CCAMIP

Le texte initial du projet de loi de sécurité financière a précisé que la CCAMIP disposerait d'une **contribution pour frais de contrôle, assise sur le chiffre d'affaires des personnes soumises à son contrôle, suivant un taux fixé par décret compris dans une fourchette entre 0,05 pour mille (correspondant au taux actuel) et 0,15 pour mille**. Cette disposition permet

¹ Sénat, rapport n° 206 (2002-2003), pp. 192 et 195

² Ibid., p. 192-193 et p. 195.

d'envisager une augmentation progressive de ses ressources, pour doter la CCAMIP des moyens nécessaires à l'exercice de sa mission de contrôle.

Plusieurs amendements du Sénat, adoptés en première lecture **sur l'initiative de votre commission**, à l'article 26 du projet de loi de sécurité financière (devenu l'article 30 de la loi adoptée), **ont visé à renforcer davantage les moyens de la CCAMIP, en la dotant non du statut d'autorité administrative indépendante** (à l'instar de la CCA), comme le proposait le texte initial du projet de loi, mais de celui d'« **autorité publique indépendante dotée de la personnalité morale** », et en confortant cette autonomie dans les domaines juridictionnel, de la gestion du personnel, de l'autonomie financière et des modalités de liquidation, ordonnancement et recouvrement du produit de la contribution pour frais de contrôle :

« L'absence de personnalité morale de la CCAMIP ne lui permet pas de se voir affecter ces moyens directement. S'ils lui étaient cependant rattachés, cela serait en infraction aux principes affirmés par la loi organique sur les lois de finances. C'est pourquoi, afin d'assurer une plus grande indépendance et sécurité financières de la CCAMIP, votre commission vous soumet cinq amendements visant à lui conférer la personnalité morale et à en tirer les conséquences :

« - au I du présent article, elle vous soumet un amendement visant à prévoir que la CCAMIP n'est plus une autorité administrative indépendante mais une « autorité publique indépendante dotée de la personnalité morale » ;

« - au II du présent article, elle vous soumet deux amendements, l'un visant à prévoir que le président de la commission peut agir au nom de celle-ci devant toute juridiction (et non plus au nom de l'Etat), et l'autre que le personnel des services de la commission est composé d'agents publics mis à sa disposition, d'agents contractuels de droit public et de salariés de droit privé et que la commission fixe, sur proposition du secrétaire général, les règles de déontologie applicables à son personnel ;

« - au III du présent article, elle vous soumet un amendement visant à indiquer que la CCAMIP dispose de l'autonomie financière, qu'elle arrête donc son budget (sur proposition du secrétaire général) et qu'elle perçoit directement le produit de la contribution pour frais de contrôle ;

« - au IV du présent article, elle vous soumet un amendement visant à prévoir les modalités de liquidation, ordonnancement et recouvrement de la contribution pour frais de contrôle, à rappeler que la CCAMIP n'est pas soumise au contrôle a priori de ses dépenses et à renvoyer à un décret en Conseil d'Etat le soin de fixer son régime comptable ».

c) Une augmentation substantielle des moyens à relativiser

Lors de leur audition par votre rapporteur général, M. Jacques Delmas-Marsalet et Mme Florence Lustman, alors respectivement président et secrétaire générale de la CCA¹, ont insisté sur la nécessité de **relativiser la perspective du doublement des moyens de la CCAMIP**. En effet, le nouveau statut de la CCAMIP implique qu'elle se dote de moyens nouveaux, sans recourir aux fonctions supports dont bénéficiaient la CCA et la CCMIP de la part de leurs ministères de rattachement respectifs et alors que ces fonctions n'étaient pas facturées à leur coût réel.

S'agissant des moyens en personnels, la CCA avait déjà procédé, avant même la mise en place de la CCAMIP, à une augmentation des effectifs du corps de contrôle des assurances.

(1) Les moyens en personnels

Une première difficulté rencontrée a concerné le « **portage** » **des personnels** : la CCA et la CCMIP recouraient, pour l'essentiel, à des agents de la fonction publique d'Etat (du ministère de l'économie, des finances et de l'industrie pour la CCA qui employait les effectifs les plus importants) ; or, la loi de sécurité financière a prévu que la CCAMIP recrute ses propres agents.

Concernant les emplois auparavant pourvus à la CCA et à la CCMIP, **la CCA a engagé des négociations, dès la fin de l'année 2003, avec la direction du personnel et des moyens de l'administration du ministère de l'économie, des finances et de l'industrie (DPMA). Plusieurs engagements ont été pris, en présence des représentants du personnel :**

- la possibilité d'un **droit au retour au ministère de l'économie, des finances et de l'industrie**, inconditionnel et à tout moment, pour les fonctionnaires de ce ministère détachés à la CCAMIP ;

- une gestion impartiale de leur carrière, laquelle se poursuivra au sein du ministère de l'économie, des finances et de l'industrie ;

- la répercussion automatique des augmentations des traitements et des primes décidées au ministère de l'économie, des finances et de l'industrie.

Les fonctionnaires concernés seront placés en position de **détachement, sur contrat, à partir du 1^{er} janvier 2005. Une convention cadre reste à élaborer entre la CCAMIP et la DPMA**. Cette convention doit être accompagnée de conventions spécifiques, pour permettre le maintien de prestations spécifiques dans le secteur social et en matière de formation. Ces

¹ Ainsi qu'il a été indiqué en première partie, Mme Florence Lustman a été nommée secrétaire générale de la CCAMIP par un arrêté en date du 23 juillet 2004.

négociations interviennent dans un contexte social tendu et de crainte, infondée, de « *privatisation* ».

Votre rapporteur général insiste sur la nécessité de ne pas désorganiser le fonctionnement de la CCAMIP, lors de la phase de transition avec la CCA et la CCMIP. Il importe donc que la convention soit conclue au plus vite et qu'elle permette le maintien d'effectifs suffisants de la CCAMIP le cas échéant après le 1^{er} janvier 2005, compte tenu du retard pris dans l'adoption du décret du 15 juillet 2004 précité. Lors de son audition par votre rapporteur général le 14 juin 2004, Mme Florence Lustman, alors secrétaire générale de la CCA et devenue secrétaire générale de la CCAMIP, a relevé, à cette date, le **départ de personnels administratifs de catégorie B et C qui occupaient 8 postes**, ceux-ci ayant choisi de faire valoir leur droit de retour au ministère de l'économie, des finances et de l'industrie.

S'agissant des nouveaux agents à recruter, la CCAMIP souhaite pourvoir en priorité les postes de direction dans le nouvel organigramme, leurs titulaires devant ensuite procéder au recrutement de leurs propres collaborateurs.

Il s'agit notamment de pourvoir les nouveaux postes suivants, auparavant pris en charge par les ministères de rattachement de la CCA et de la CCMIP :

- une équipe d'agence comptable ;
- un conseiller juridique ;
- un responsable des moyens logistiques ;
- un responsable de l'organisation du contrôle ;
- un responsable des ressources humaines.

Compte tenu du retard pris dans l'adoption du décret du 15 juillet 2004, la CCAMIP a dû procéder suivant des promesses d'embauche. Votre rapporteur général déplore vivement cette situation insatisfaisante.

(2) Les moyens financiers

Dans la période transitoire de mise en place de la nouvelle autorité, la CCAMIP a négocié avec le gouvernement la possibilité de disposer d'un **fonds de roulement de 1,5 million d'euros**.

Tout en observant que la CCAMIP devra apprendre à gérer la **contribution pour frais de contrôle**, dans le cadre de la nouvelle autonomie financière dont elle dispose, votre rapporteur général a été informé que le

niveau de **cette contribution pourrait atteindre 0,12 pour mille du chiffre d'affaires** des personnes soumises au contrôle de la CCAMIP, soit un montant total de près de **18 millions d'euros** et un **doublément** des ressources dont disposaient de la CCA et la CCMIP.

Votre rapporteur général estime nécessaire cette contribution supplémentaire des assurances, des mutuelles et des institutions de prévoyance à la régulation de leur profession. **Il rappelle toutefois que la fixation du taux de la contribution doit s'établir sur la base des dépenses prévisionnelles, la fusion de deux autorités devant conduire à des synergies, au moins sur le plan financier.**

La CCAMIP souhaite également relativiser cette augmentation des moyens, au regard de son obligation d'assurer de nouvelles fonctions internes qui découle de son autonomie. En outre, si le niveau de la contribution pour frais de contrôle qui alimentait la CCA était restée quasi-stable depuis sa création en 1989 (0,06 à 0,07 pour mille du chiffre d'affaires), il convient d'observer que l'élargissement de l'assiette avait permis une croissance des moyens de la CCA.

2. Des difficultés spécifiques à résoudre

Lors de leur audition par votre rapporteur général, M. Jacques Delmas-Marsalet et Mme Florence Lustman, alors respectivement président et secrétaire générale de la CCA, ont abordé certaines difficultés spécifiques lors de la mise en place de la CCAMIP : **l'établissement d'une comptabilité analytique et le nouveau statut locatif.**

a) La mise en place d'une comptabilité analytique à la CCAMIP

Avant sa fusion avec la CCMIP au sein de la CCAMIP, la CCA avait une faible connaissance analytique de ses coûts. **La création de la CCAMIP, autorité publique indépendante dotée de la personnalité morale, oblige la nouvelle autorité à se doter d'une comptabilité analytique lui permettant de piloter son activité.**

Cette obligation doit être satisfaite dans le cadre de l'application, à partir du 1^{er} janvier 2006, de la loi organique du 1^{er} août 2001 relative aux lois de finances (LOLF).

b) Le nouveau statut locatif de la CCAMIP

La CCAMIP est installée dans les locaux de la CCA, dont l'Etat est propriétaire. Sa nouvelle personnalité morale, distincte de celle de l'Etat, implique qu'elle paye désormais un loyer, sur des bases à déterminer.

Ce passage à un statut locatif implique des dépenses nouvelles, tendant à relativiser l'accroissement de ses ressources, et incite la CCAMIP à envisager la location, voire l'acquisition, de nouveaux locaux, dans une perspective de contrôle de ses dépenses.

C. LA DÉFINITION EN COURS DES RÈGLES DE FONCTIONNEMENT INTERNE

1. L'élaboration du règlement comptable et financier et des nouvelles règles de déontologie

A l'instar de l'AMF, la CCAMIP doit désormais mettre en place son propre règlement comptable et financier. A cette fin, elle s'est largement inspirée des travaux conduits par l'AMF.

En revanche, la CCAMIP conduit une réflexion plus autonome pour définir ses **règles de déontologie**.

L'**article 30** de la loi de sécurité financière avait déjà regroupé les **règles de prévention des conflits d'intérêts s'agissant des membres de la CCAMIP**, ainsi que l'avait exposé votre rapporteur général dans son rapport sur le projet de loi en première lecture :

« L'une de ces règles est actuellement prévue pour la CCA et la CCMIP : il s'agit de l'interdiction pour les membres de la CCAMIP de recevoir, pendant la durée de leur mandat, de rétribution d'une entreprise d'assurance, d'un établissement de crédit, d'une mutuelle, union ou fédération régie par le code de la mutualité ou d'une institution régie par le livre IX du code de la sécurité sociale.

« Les autres règles sont nouvelles et très largement inspirées de ce qui est aujourd'hui prévu à la COB et au CMF, et bientôt à l'AMF. Elles visent à renforcer l'indépendance et l'impartialité des membres de la CCAMIP et s'articulent en deux temps :

« 1- Une obligation de révélation des intérêts (...).

« 2- Une interdiction de siéger en cas de conflit d'intérêt (...) »¹.

Votre rapporteur général observe que le changement de statut permet également d'envisager des règles de déontologie strictes pour les agents de la CCAMIP. Celles-ci pourraient être inspirées notamment de celles de la Commission bancaire, alors que les fonctionnaires de la CCA et de

¹ Sénat, rapport n° 206 (2002-2003), p. 202.

la CCAMIP étaient soumis aux dispositions de droit commun du code de la fonction publique.

A titre d'illustration, le code de la fonction publique ne permet pas d'interdire la détention directe – voire indirecte – de titres de compagnies d'assurance. Le recrutement de ses propres agents par la CCAMIP devrait lui permettre de ne pas embaucher des candidats dans cette situation, sur des postes de droit privé, lorsque la détention de tels titres apparaît de nature à engendrer des conflits d'intérêt.

2. Les travaux conduits dans le cadre de la coopération avec la Commission bancaire

Aux articles 30 et 34 de la loi de sécurité financière, le législateur a prévu que la CCAMIP et la Commission bancaire (CB) « *se réunissent conjointement au moins deux fois par an et en tant que de besoin sur des sujets d'intérêt commun* ».

Si la constitution tardive de la CCAMIP n'a pas encore permis d'apprécier le respect effectif de ces dispositions, **votre rapporteur général se félicite que puisse ainsi se prolonger la coopération entre la CCA et la CB.**

Outre des échanges croisés de personnels, la CCA et la CB se réunissaient au niveau de leurs secrétaires généraux environ trois fois par an. Des analyses communes ont ainsi été développées dans plusieurs domaines, notamment :

- **les instruments de transfert de risques de crédit** : suite à une enquête conduite au cours du second semestre 2003 conjointement avec la COB, le secrétariat général de la Commission bancaire et la Banque de France, la CCA a constaté le caractère limité du transfert des risques des banques vers les entreprises d'assurance et les OPCVM¹ ;

- **l'assurance caution**, en observant que les groupes tendaient à procéder à des allocations dans des filiales d'assurance (et non bancaires) pour tirer parti d'exigences moins fortes en matière de fonds propres ;

- dans le cadre de la **directive relative aux conglomérats financiers**, des travaux ont été conduits pour mettre en place une surveillance complémentaire sur ces entités, dans le cadre de protocoles d'échanges avec les autorités homologues dans les autres pays européens.

¹ Les résultats de cette étude sont développés dans la quatrième partie.

Enfin, la CCA et la CB conduisent tous les ans au moins un contrôle coordonné sur une entreprise. Cette activité donne lieu à deux rapports certes disjoints – l'un relatif aux assurances, l'autre aux activités bancaires – mais sur la base de travaux conduits par des équipes mixtes.

TROISIÈME PARTIE : TRANSPARENCE ET RÉÉQUILIBRAGE DES RELATIONS ENTRE ACTEURS : DES EXIGENCES BIENVENUES MAIS PARFOIS DIFFICILES À RESPECTER

I. UNE NOUVELLE DISTRIBUTION DES RÔLES AU DÉTRIMENT DE L'ACTIONNAIRE

A. L'IMPACT DÉTERMINANT DES ACTEURS DE L'INFORMATION FINANCIÈRE

L'industrie financière et le fonctionnement des marchés financiers ont connu d'importantes mutations au cours de la décennie écoulée. Au-delà du traditionnel constat de la « financiarisation » de l'économie, liée à la focalisation sur la rentabilité de l'activité et le coût du capital, **on observe que certains acteurs ont acquis un nouveau statut et un rôle déterminant dans l'écosystème financier**, que ce soit en raison de la forte croissance de leur volume d'activité en tant qu'intervenants sur les marchés, ou de leur positionnement clef dans le traitement de l'information financière. Il s'agit par exemple de l'industrie de la gestion d'actifs pour compte de tiers, qui a été en grande partie filialisée au sein des banques où elle a acquis ses « lettres de noblesse »¹, et **participe d'un certain mouvement de réintermédiation sur les marchés boursiers**. Sont également concernés les *hedge funds* d'une part, les analystes financiers et les agences de notation d'autre part, parties prenantes dans l'agrégation et le jugement porté sur le flux continu d'informations comptables et financières.

Le caractère stratégique de la détention et de l'utilisation de l'information contribue à renforcer le mouvement de **pénalisation du droit boursier aux niveaux national et international**, que confirme l'augmentation des dossiers traités par la commission des sanctions de l'AMF. **Cette « pénalisation par le haut » de la fraude financière est en quelque sorte compensée par une « dépénalisation par le bas » du formalisme du droit des sociétés.**

¹ De fait, l'industrie française de la gestion se positionne au premier rang européen avec 908 milliards d'euros d'actifs gérés au 31 décembre 2003, en croissance de 13,1 % par rapport à 2002, et 7.906 OPCVM (source : rapport annuel 2003 de l'AMF).

B. QUELLE PLACE POUR L'ACTIONNARIAT INDIVIDUEL ?

1. Les risques de marginalisation des actionnaires individuels

A contrario, la place des actionnaires individuels tend **malheureusement à décroître au sein de ce système**. Notre collègue député Patrick Ollier rappelait ainsi, lors du 41^{ème} Forum d'Iéna du Conseil économique et social, qui s'est tenu le 30 juin dernier sur le thème « *Les petits actionnaires, faibles ou puissants ?* », que l'actionnariat individuel ne représentait plus que 8 à 15 % du capital des sociétés cotées à Paris, contre environ 30 % il y a trente ans. Certes les actionnaires personnes physiques sont également investis à travers les OPCVM ; **il importe néanmoins de ne pas se résigner à la diminution progressive, voire à la quasi extinction, de la détention directe de titres par des particuliers**. L'essor des courtiers en ligne puis des services bancaires par Internet (dans le cadre de la « banque multicanal ») permet de compenser ce déclin, mais en partie seulement, car la meilleure accessibilité offerte par les nouveaux canaux de distribution demeure distincte de la nature des produits proposés : les transactions en ligne profitent aussi bien à la détention directe qu'à la gestion intermédiée.

La baisse de l'actionnariat individuel est à rapprocher de la montée en puissance des investisseurs institutionnels (OPCVM, fonds de pension, assureurs, *hedge funds*...), du maintien de participations croisées entre groupes, et de la perte de cohérence de la fiscalité de l'épargne. Que faut-il craindre de cette situation ? Au-delà des considérations sur le bien-fondé du « capitalisme populaire », certes justifiées mais parfois trop générales et aux accents nostalgiques, on peut mettre en évidence deux types de risques :

- une **cartellisation de l'actionnariat** entre les mains de puissants minoritaires, facteur éventuel d'opacité et de blocage, voire de conflits d'intérêts ;

- **l'aggravation du décalage culturel de la France**, où le capitalisme de marché est l'apanage des professionnels et experts mais n'imprègne pas réellement la mentalité des Français, souvent intimidés ou méfiants à l'égard de la bourse. Si l'actionnariat se professionnalise toujours plus, l'information financière donnée par les émetteurs n'en sera que plus riche, technique et codée, ce qui peut certes avoir la vertu de l'efficacité mais peut se révéler contre-productif à long terme.

Sans pédagogie à l'endroit des petits épargnants, l'intérêt de la détention d'actions s'estompe, la préférence pour la sécurité obligataire s'accroît, et **c'est in fine la perception même de la valorisation du risque et de l'entreprise privée par une population qui peut en pâtir**. La gestion collective présente des atouts indéniables, en particulier au regard de la

mutualisation des risques, et demeure un des principaux avantages compétitifs de la France dans le secteur des services financiers, mais elle peut renforcer l'impression, pour le particulier, que la bourse est avant tout un domaine complexe et réservé aux professionnels.

2. Une tendance que les évolutions communautaires contribuent à amplifier

Votre rapporteur général relève également que la fin du principe de concentration des ordres sur les marchés réglementés, introduit par la directive du 21 avril 2004 sur les marchés d'instruments financiers (« directive MIF », nouvelle appellation de la seconde directive sur les services d'investissement), pourrait avoir pour conséquence de segmenter les canaux d'accès aux marchés en fonction des caractéristiques des investisseurs. Compte tenu de la taille modeste de leurs ordres, **on peut craindre que les particuliers ne puissent guère avoir accès qu'aux marchés réglementés, et dès lors ne profitent pas pleinement de l'essor des autres plates-formes de négociation** (en particulier mises en œuvre par les groupes financiers « globaux »), censées favoriser la concurrence et la diminution des coûts de transaction.

3. Une exigence en définitive politique

Cette relative marginalisation, par les infrastructures de marché, de la détention directe par les investisseurs individuels, constituerait alors une nouvelle incitation à l'industrialisation de l'investissement en actions, et à l'extension de la gestion collective. Or on peut s'interroger sur la cohérence de la politique du gouvernement à cet égard : bien que les orientations initiales de la directive MIF précitée, largement influencées par les avantages compétitifs des places anglo-saxonnes, aient été combattues par la France et certains de ses partenaires continentaux, **il ressort de l'évolution récente une impression de passivité et de vacuité stratégique quant à la place réelle des investisseurs individuels dans le soutien à l'économie**. La suppression de l'avoir fiscal et la perte progressive de cohérence de la fiscalité de l'épargne sont, à cet égard, des manifestations regrettables de l'absence d'objectifs clairs.

Ce manque de cohérence peut être aggravé par le risque plus préoccupant du double discours, qui consisterait à tenter de rassurer les actionnaires par des mots, tout en se résignant de façon moins apparente à des évolutions structurelles majeures et dont les enjeux parfois techniques échappent au commun des épargnants.

L'AMF, qui par la voix de son président, M. Michel Prada, considère que « *les actionnaires individuels ont toute leur place en bourse et il faut*

qu'ils soient le plus nombreux possible »¹, **devra à l'avenir se montrer particulièrement vigilante** sur le maintien d'un lien financier et d'une convergence d'intérêts entre les fonds propres des entreprises et l'épargne de tous les Français. Cette exigence est aussi l'esprit d'une de ses principales missions : veiller aux intérêts des épargnants.

En tout état de cause, votre commission ne se résignera pas aux effets pervers de la suppression de l'impôt fiscal, et s'efforcera de les corriger en prenant de nouvelles initiatives lors de l'examen de la prochaine loi de finances. Votre rapporteur général rappelle en outre qu'à l'occasion de l'examen du récent projet de loi de soutien à la consommation et à l'investissement et à son initiative, le Sénat puis la commission mixte paritaire ont adopté un dispositif tendant à **sécuriser le régime fiscal des particuliers qui interviennent fréquemment sur leur portefeuille de valeurs mobilières**².

C. RÉHABILITER L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE DES ACTIONNAIRES

Cette tendance à la relative marginalisation de l'actionnaire individuel s'accompagne en outre de la moindre importance que revêt le droit politique dont dispose tout actionnaire, c'est-à-dire celui de voter, au profit de l'objectif patrimonial lié à l'espérance de plus-value et à la perception des dividendes. Au sein des organes sociaux des entreprises, **le conseil d'administration (CA) ou le directoire tendent de plus en plus à devenir l'épicentre de la décision et de l'influence, au détriment de l'assemblée générale (AG) des actionnaires**. Si cette dernière n'a certainement pas vocation à exercer un droit de regard sur l'ensemble des décisions de gestion et doit préserver la souplesse et la réactivité nécessaires à la bonne marche de la société, la cohérence et l'équilibre des pouvoirs au sein de l'entreprise supposent que l'AG puisse être pleinement associée aux orientations générales prises par la

¹ 41^e Forum d'Iéna du Conseil économique et social, précité, du 30 juin 2004.

² Amendement n° 68 :

« Avant l'article 6, insérer un article additionnel ainsi rédigé :

« Au deuxième alinéa (1°) du 2 de l'article 92 du code général des impôts, les mots : « à titre habituel par les particuliers » sont remplacés par les mots : « dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations ».

Il s'agit d'éviter que ces particuliers ne soient soumis à l'imposition progressive, au titre des bénéficiaires non commerciaux (outre l'imposition de droit commun sur les plus-values de cessions de valeurs mobilières), sur les plus-values qu'ils réalisent sur leurs opérations de bourse, en distinguant clairement leur activité de celle des investisseurs professionnels. Aux termes de l'article 92 du code général des impôts ainsi modifié, ne seraient soumis au titre des BNC que les produits des opérations de bourse effectuées par les particuliers « dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations ». Cette formulation pérennise une solution issue de la jurisprudence du Conseil d'Etat et remplace celle des opérations effectuées « à titre habituel », qui était imprécise, source de contentieux et dissuadait les particuliers de gérer activement leur patrimoine.

direction et aux décisions susceptibles d'affecter les droits patrimoniaux des actionnaires.

Le caractère structurant d'une ingénierie financière toujours plus complexe dans le franchissement des grandes étapes de la vie des sociétés¹, comme l'impression diffuse chez les actionnaires individuels que l'exercice de leurs droits politiques ne serait que de peu de poids pour soutenir un cours de bourse aux déterminants aussi multiples qu'indiscernables, n'ont fait qu'entretenir la relative désaffection des actionnaires et, le cas échéant, la condescendance des directions pour les AG. **Le mythe de la « démocratie actionnariale » paraît dans ces conditions bien vain** : formalisme des AG, faible participation au vote des investisseurs institutionnels, focalisation sur des dispositions médiatiques, telles que les rémunérations des dirigeants, plutôt que sur des aspects au moins aussi essentiels que sont les conditions de recours au marché ou les axes stratégiques de l'entreprise.

La LSF entendait donc permettre une certaine réhabilitation de l'AG. Votre rapporteur général a pleinement souscrit à cet objectif², non pas pour affaiblir en retour le nécessaire pouvoir de décision et de contrôle du CA, mais en vue de rééquilibrer la traditionnelle relation entre gestionnaire et propriétaire, selon la logique de « *checks and balances* » chère à Montesquieu. Il importe néanmoins de se démarquer d'une vision trop irréaliste et idéaliste du fonctionnement de l'AG, imprégnée, par analogie, d'une certaine nostalgie du régime d'assemblée : sa légitimité ne réside pas essentiellement dans son pouvoir de veto sur les décisions du conseil, mais dans la transparence et l'exhaustivité de l'information qui lui est livrée. **N'oublions pas en effet qu'en dernière instance, l'actionnaire insatisfait peut « voter avec ses pieds » en cédant ses titres**, ce qui à grande échelle constitue un pouvoir d'autant plus dissuasif que le cours de bourse figure souvent parmi les principaux objectifs des directions générales. Parallèlement, le CA doit concilier le caractère collégial de ses décisions avec l'épanouissement d'un principe interne du contradictoire, incarné par ses différents comités, en particulier ceux de rémunération et d'audit, qui mériteraient une meilleure reconnaissance légale.

La rémunération des dirigeants, prisme ô combien invoqué ces deux dernières années s'agissant du gouvernement d'entreprise, fournit à cet égard un cas d'application éclairant : d'aucuns ont pu plaider en faveur d'une soumission des rémunérations des principaux dirigeants pour l'exercice à venir à l'approbation préalable des actionnaires. Une telle mesure serait à la fois naïve, démagogique et contraire au principe fondamental de la liberté de gestion. Il est en revanche plus opportun – ainsi que le disposait la loi NRE du

¹ Evolution confortée par la réduction temporelle des cycles de croissance et l'intensification de la pression concurrentielle, qui ont créé une « ardente obligation » à la croissance externe, financée par des titres plutôt que par emprunt ou trésorerie, compte tenu des sommes en jeu.

² Dont participe le vote des gérants d'OPCVM selon un principe de « comply or explain », introduit à l'initiative de votre commission des finances et prévu par l'article 66 de la LSF.

15 mai 2001 – **d'étendre le champ comme la profondeur de l'information fournie aux actionnaires dans ce domaine**, c'est-à-dire de leur indiquer de façon claire, à chaque exercice, l'évolution de l'ensemble des composantes de la rémunération (salaire fixe, bonus, stock-options...) et des avantages différés (indemnités de départ et de retraite) des directeurs généraux, des membres du comité de direction, et le cas échéant des mandataires sociaux. Le vote des actionnaires peut, quant à lui, fixer le seul cadre général et non le détail de l'évolution des rémunérations, *a fortiori* s'il a une incidence sur le capital, selon le même esprit que les dispositions de l'article L. 225-177 du code de commerce, s'agissant de l'octroi de stock-options¹.

D. LA COMPLEXITÉ DE LA CHAÎNE DE VALEUR DE L'INFORMATION FINANCIÈRE

Si l'on se réfère à l'une des composantes du cadre traditionnel d'analyse de la stratégie des entreprises, on constate donc que **la localisation du « pouvoir de négociation » a évolué au sein des sociétés et des marchés financiers** : la complexité des produits financiers (notamment des « fonds à formule ») proposés aux investisseurs confère davantage d'ascendant aux promoteurs ; l'exploitation d'une quantité croissante de données modifie la « chaîne de valeur » de l'information financière et accentue les exigences de fiabilisation et de hiérarchisation ; l'AG ne joue pas suffisamment son rôle de contre-pouvoir du conseil. **Cette situation est susceptible de multiplier les sources de conflits d'intérêts**, ainsi que l'ont révélé les récents scandales boursiers : l'expansion horizontale selon le modèle de la « banque universelle » et la porosité des activités d'émission et de placement de titres placent l'analyse financière en porte-à-faux, l'endogamie de certains conseils d'administration n'incite pas leurs membres à l'implication et à la contestation.

Sans céder à la tentation de la dramatisation et de la généralisation de ces dysfonctionnements, qui auraient suscité une réaction disproportionnée, la LSF a ainsi contribué au nécessaire rééquilibrage des relations entre professionnels et profanes de l'investissement, entre les actionnaires et les gestionnaires, entre les émetteurs et les instances de contrôle. **Encore faut-il que l'AMF fasse de son application en ce domaine une stricte priorité.**

¹ *L'assemblée générale extraordinaire, sur le rapport du CA (ou du directoire) et des commissaires aux comptes, peut autoriser le CA ou le directoire à consentir des stock-options au bénéfice des salariés ou de certains d'entre eux, et fixer le délai d'utilisation de cette autorisation.*

II. DÉMARCHAGE ET CONSEIL EN INVESTISSEMENTS FINANCIERS : PÉRENNISER LA QUALITÉ DU SERVICE RENDU AUX INVESTISSEURS

A. UN RÉGIME COMPLEXE DU DÉMARCHAGE MAIS CONFORME AUX OBJECTIFS FIXÉS

1. Une sécurisation à la mesure de l'utilité du démarchage

L'article 50 de la LSF, portant réforme du démarchage bancaire et financier, constituait sans doute l'un des volets les plus attendus de la loi, et s'est révélé un des plus complexes à analyser. Avant même que les décrets d'application n'aient été pris (cf. première partie), **le dispositif suscite ainsi de nombreuses déceptions et questions, portant en particulier sur son périmètre et sur la responsabilité des démarcheurs.**

Si ce nouveau régime peut être considéré comme imparfait, il remplit néanmoins son principal objectif, qui est de mieux protéger l'épargnant et de renforcer la crédibilité comme l'encadrement des démarcheurs. Le démarchage, en tant que méthode active de commercialisation, présente en effet un réel intérêt dans un pays tel que le nôtre : si les particuliers continuent de manifester une inclination pour la thésaurisation et l'épargne réglementée, au détriment de l'épargne plus productive, les prestataires financiers doivent aller au devant des clients potentiels et pérenniser une relation de confiance. En d'autres termes, « *si l'épargnant français ne veut pas venir à l'investissement, que l'investissement aille jusqu'à lui. Telle est en substance la philosophie du démarchage* »¹.

Ce texte était en outre nécessaire pour tenir compte de la nécessité économique et des mutations du démarchage, et moderniser un cadre législatif rendu peu cohérent par la typologie en fonction des produits², désuète et fruit d'une stratification historique, qu'il reflétait.

¹ *In Droit des sociétés, Editions du Jurisclasseur, janvier 2004 – « La réforme du démarchage financier par la loi du 1^{er} août 2003 de sécurité financière », Stéphane Torck.*

² *Logique qui perdure néanmoins dans la procédure d'enregistrement des démarcheurs auprès de chaque autorité de tutelle.*

2. L'émergence du consommateur de produits financiers

Le régime du démarchage est particulièrement représentatif de la porosité croissante entre le droit de la consommation et le droit financier¹, l'épargnant étant en quelque sorte traité comme un « consommateur de produits et services financiers », dès lors que la loi se focalise sur les aspects transactionnels, c'est-à-dire sur la relation entre un offreur de produits et un client (avéré ou potentiel), plutôt que sur la nature même du produit.

La posture du consommateur est également abordée dans un autre volet de la LSF, introduit à l'initiative de votre rapporteur général, relatif au **renforcement de l'encadrement de la publicité pour le crédit à la consommation**. Ce dispositif exprime une volonté de réfréner certains abus, sans nuire à l'utilité économique de cette forme de crédit ni « victimiser » à l'excès le consommateur, qui doit demeurer un individu responsable de ses actes. Il importait à cet égard de respecter un équilibre délicat entre responsabilisation et protection. **On peut en effet observer que notre législation est aujourd'hui trop marquée par une propension à la « victimisation »,** qui consiste à protéger le citoyen contre lui-même et à atténuer les conséquences préjudiciables de ses actes.

Il demeure cependant difficile d'opérer une distinction claire entre les situations dans lesquelles l'individu est objectivement pénalisé par des circonstances étrangères à sa volonté – situations auxquelles la loi peut remédier, ainsi que l'illustre la procédure de « rétablissement personnel »² – et celles où il doit supporter les conséquences des risques qu'il encourt de manière réfléchie ou non.

3. Vulnérabilité de l'investisseur ou vulnérabilité du démarché ?

Dans le contexte du démarchage, l'investisseur confronté au prestataire professionnel est placé dans une double position de faiblesse, qui réside à la fois dans sa condition de profane et de personne sollicitée sans l'avoir demandé. Le régime du démarchage est toutefois davantage axé sur la seconde caractéristique, c'est-à-dire sur la vulnérabilité « contextuelle ». Il s'agit donc de « *prendre en compte l'état de vulnérabilité particulier dans*

¹ *Tendance confirmée par les mesures de transpositions de la directive 2002/65/CE concernant la commercialisation à distance de services financiers auprès des consommateurs, prévues par la loi n° 2004-237 du 18 mars 2004 portant habilitation du gouvernement à transposer, par ordonnance, des directives communautaires et à mettre en oeuvre certaines dispositions du droit communautaire, adoptée par le Sénat le 12 février 2004 et qui a fait l'objet d'un rapport pour avis (avec délégation au fond portant sur sept directives), au nom de la commission des finances, de notre collègue Denis Badré (avis n° 202, 2003-2004).*

² *Introduite par la loi n° 2003-710 du 1er août 2003, d'orientation et de programmation pour la ville et la rénovation urbaine.*

lequel se trouvent les personnes sollicitées sans leur autorisation et non pas compenser la position de faiblesse structurelle qui est celle de tout investisseur profane », ainsi que le rappelle le professeur Stéphane Torck dans son article précité.

Les deux dimensions demeurent néanmoins intimement mêlées, de telle sorte qu'il est apparu difficile de ne traiter juridiquement que l'état de vulnérabilité procédant de la seule prise de contact par voie de démarchage. Cette « contamination » potentielle de la faiblesse conjoncturelle du démarché par la vulnérabilité structurelle de l'investisseur non averti ne permettait sans doute pas de réaliser un arbitrage et une distinction juridiques suffisamment claires, par le truchement du seul critère explicite de la « *prise de contact non sollicitée* » (cf. *infra*).

Le nouveau régime du démarchage paraît donc effectivement poursuivre deux objectifs distincts, mais qui ressortissent tous deux à la nécessité de renforcer la relation de confiance entre prestataires et investisseurs, critère structurant de cette loi.

Nous ne reviendrons ci-après que sur les principales controverses que ce nouveau régime soulève.

4. La définition du démarchage

La difficulté de la définition de l'opération de démarchage vient de ce qu'elle procède en premier lieu d'une situation *a priori* claire, lisible et neutre au regard des moyens techniques utilisés, prévue par le premier alinéa de l'article L. 341-1 du code monétaire et financier : « *une prise de contact non sollicitée, par quelque moyen que ce soit, avec une personne physique ou une personne morale déterminée, en vue d'obtenir, de sa part, un accord* » sur la réalisation d'une opération ou la fourniture d'un service à caractère financier. **Cette définition globale est toutefois compliquée par une altération du principe de non-sollicitation, dès le septième alinéa de l'article L. 341-1 précité¹, puis par l'adjonction de nombreux critères d'exclusion**, parfois par le jeu des double négations, portant sur les personnes habilitées à démarcher, les caractéristiques des personnes démarchées, le lieu de la prise de contact, la nature des opérations ou le niveau de risque des produits proposés. Cette complexification s'est en partie effectuée par strates durant l'examen par le Parlement, ainsi qu'en témoigne la liste des exclusions prévue par l'article L. 341-2 du code monétaire et financier, alors que le corps principal du dispositif procédait pour une large part d'un projet de loi portant

¹ « Constitue également un acte de démarchage bancaire ou financier, **quelle que soit la personne à l'initiative de la démarche**, le fait de se rendre **physiquement** au domicile des personnes, sur leur lieu de travail ou dans les lieux non destinés à la commercialisation de produits, instruments et services financiers, en vue des mêmes fins ».

diverses dispositions d'ordre économique et financier, déposé au Sénat le 30 mai 2001 (mais qui n'a jamais été discuté), et avait donc fait déjà l'objet d'une concertation avec les professionnels.

Les aménagements apportés en cours d'examen n'ont certes pas toujours contribué à améliorer la lisibilité du texte, mais n'en manifestent pas moins une volonté de cohérence et d'équilibre entre la protection de l'épargnant et un certain pragmatisme quant au formalisme pesant sur les professionnels. L'assouplissement du régime pour certains salariés des personnes habilitées à recourir au démarchage, prévu au deuxième alinéa de l'article L. 341-6 du code précité, ou la non-soumission au régime du démarchage pour certaines opérations financières, tels que les contrats de crédit affecté, participent de ce pragmatisme. Parmi les points qui ont fait l'objet de débats doctrinaux, relevons :

a) Le démarchage sollicité par le prospect

La **possibilité d'un démarchage sollicité par les personnes physiques**, précédemment évoqué, **a pu apparaître contradictoire** avec le principe général du démarchage (une prise de contact non sollicitée), et peu cohérente avec l'exclusion du démarchage pour les prises de contact dans les locaux professionnels des établissements financiers (2° de l'article L. 341-2 du même code¹).

Si ces réserves peuvent sembler justifiées, votre rapporteur général considère néanmoins que la question du lieu de la prise de contact n'est pas neutre, et qu'une entrevue, même sollicitée par le prospect, qui a lieu au domicile de ce dernier, introduit un élément de vulnérabilité emportant assimilation à du démarchage à domicile.

Les cas de démarchage sollicité ne visent que les situations impliquant la présence physique du démarcheur, et non les contacts réalisés par des moyens de communication à distance et en particulier par Internet, ce qui a également été contesté. Il reste que les contacts sollicités à distance, du fait de leur moindre interactivité, préservent sans doute mieux les capacités de réflexion et de recul du prospect, en particulier au moment de la signature de l'acte d'achat, ce qui peut justifier cette différence de régime.

b) Les contacts dans les locaux professionnels d'une personne morale, à son initiative

Selon les dispositions du 3° de l'article L. 341-2 du code monétaire et financier, **les prises de contact sollicitées par une personne morale et réalisées dans ses locaux professionnels ne ressortissent pas au**

¹ « (Les règles concernant le démarchage bancaire ou financier ne s'appliquent pas) (...) aux prises de contact dans les locaux des personnes mentionnées à l'article L. 341-3 (...) ».

démarchage. Cette différenciation entre personnes physique et morale, s'agissant du démarchage sollicité, a été contestée, de même qu'a été relevé le risque d'une possible exclusion du régime du démarchage pour toute personne physique se trouvant dans ces locaux professionnels¹.

La première observation semble recevable ; **il eût donc sans doute été préférable d'aligner les personnes morales sur le régime des personnes physiques**, en les soumettant aux mêmes dispositions relatives au démarchage sollicité, dès lors qu'elles se situent en deçà des seuils quantitatifs d'exclusion des personnes morales² (cf. *infra*). **La seconde crainte**, qui contribuerait à faire de ces locaux professionnels des « zones de non droit » (en l'absence de la modification précédemment évoquée), **paraît en revanche devoir être écartée** : le critère de la personne démarchée devrait l'emporter sur celui du lieu, dès lors que cette personne physique est manifestement étrangère à la prise de contact sollicitée par la personne morale (et donc à sa « renonciation » au bénéfice du régime du démarchage), c'est-à-dire, par exemple, qu'elle n'est pas un salarié directement concerné par le rendez-vous que la direction financière de la société a sollicité auprès du prestataire.

c) Les lieux non destinés à la commercialisation de produits et services financiers

Certains professionnels considèrent que la notion de « **lieux non destinés à la commercialisation de produits, instruments et services financiers** », prévue par le septième alinéa de l'article L. 341-1 précité, est trop floue pour être réellement opérationnelle. Votre rapporteur général estime cependant que cette expression, certes large, demeure suffisamment explicite et s'articule avec le 2° de l'article L. 341-2, précité : les lieux de commercialisation peuvent naturellement être les locaux professionnels des démarcheurs ou de leurs mandants, mais aussi des lieux dont la vocation commerciale temporaire ne souffre pas de réelle ambiguïté, tels que les salons de l'investissement et de l'épargne.

d) Le démarchage dans les locaux des magasins de grande surface

A contrario, le fait que les prises de contact dans les locaux professionnels, que sont ceux des établissements financiers liés aux grands distributeurs et implantés dans les mêmes locaux que les magasins de grande surface, emporte soumission au démarchage, a parfois été interprété comme une nouvelle source d'incohérence. Votre rapporteur général reconnaît que

¹ Ce qui contreviendrait aux dispositions de l'article L. 341-1, qui, rappelons-le, intègre dans le démarchage les prises de contact avec les personnes physiques se déroulant sur leur lieu de travail ou dans des lieux non destinés à la commercialisation de produits et services financiers.

² Critères qui impliquent donc qu'une personne morale peut se révéler aussi vulnérable qu'une personne physique au regard du démarchage, et ce, que la prise de contact ait ou non lieu à sa demande.

cette disposition constitue une entorse au principe d'exclusion du démarchage du 2° de l'article L. 341-2 du code monétaire et financier, précédemment évoqué, mais **considère qu'elle est pleinement légitime. Il tient à rappeler qu'il avait suscité, en première lecture, un débat sur l'insertion croissante de la grande distribution dans les domaines du crédit et de l'épargne.**

Il ne s'agit certainement pas de jeter l'opprobre sur un secteur dont on connaît l'importance vitale pour l'économie française (considérant en particulier sa compétitivité à l'échelle internationale) et qui permet à nos concitoyens d'accéder à un grand nombre de biens à moindre coût, mais de bien mesurer et encadrer les risques que créent certaines situations. Il convient en effet de garder à l'esprit que l'achat d'un produit de placement ou de nature bancaire, s'il constitue aujourd'hui un acte courant, **ne procède pas de la même logique et n'emporte pas les mêmes conséquences que les achats réalisés quotidiennement dans les magasins de grande surface.** En termes plus brefs, on n'achète pas des parts d'un fonds de gestion alternative comme une bouteille de soda. Or la présence de locaux financiers dans l'enceinte ou à proximité immédiate de ces magasins introduit une continuité temporelle et géographique dans ces deux types d'achat, *a fortiori* lorsque l'opération de crédit permanent revêt les habits attractifs de la ristourne dans une optique de fidélisation, et peut donc placer le consommateur dans les mêmes dispositions psychologiques pour l'un et l'autre achats. Si la stratégie de certains grands distributeurs, qui créent leur propre établissement de crédit, se conçoit aisément¹ et est facteur d'amélioration bienvenue de la rentabilité, elle ne doit pas donner lieu à des comportements peu responsables où affleure parfois la mauvaise foi.

Les propositions de services et produits financiers, dès lors qu'ils comportent une interface commune avec la grande consommation, que ce soit par l'intermédiaire du lieu ou des employés impliqués dans la commercialisation, **doivent donc être soumises au régime protecteur du démarchage, tout en tenant compte des contraintes de gestion et d'organisation des entreprises de grande distribution**². En outre, l'exonération du régime du démarchage, au même titre que les autres prises de contact dans des locaux professionnels, aurait pu accroître les risques de réclamation et de contentieux initiés par les consommateurs, et donc procéder d'une logique de courte vue. Une telle disposition n'a donc pas pour objet d'empêcher les entreprises de grande distribution de développer leur activité bancaire et financière, mais rend cette dernière plus conforme aux exigences de protection du consommateur qu'emporte leur activité principale.

¹ L'étendue de la clientèle de la grande consommation offre des perspectives très attrayantes pour les services financiers, qui peuvent eux-mêmes être proposés comme des instruments de facilitation de l'acte d'achat d'un quelconque bien (paiement fractionné, crédit permanent associé ou non à des réductions tarifaires...).

² A cet égard, votre rapporteur général a accepté le compromis proposé en seconde lecture et a admis certaines critiques formulées sur son amendement de première lecture.

Certaines remarques ont enfin été formulées sur le contenu précis de l'expression « *contractuellement liées (...) aux sociétés exploitant des magasins de grande surface* ». Votre rapporteur général rappelle que ce critère du contrat est juridiquement fondé et permet de couvrir plusieurs types de relations entre une entreprise de grande distribution et un prestataire financier, en particulier le partenariat commercial et la filialisation.

e) Les critères quantitatifs d'exclusion des personnes morales

Le principe de **critères quantitatifs** (alternatifs), retenus par le 1° de l'article L. 341-2, emportant exclusion du démarchage pour les personnes morales, a été approuvé par la plupart des observateurs. **Certains¹, à l'instar de votre rapporteur général, qui avait proposé d'introduire un critère qualitatif d' « investisseur professionnel », plus cohérent mais peut-être moins opératoire, émettent toutefois des doutes sur leur pertinence.** Outre les effets pervers traditionnellement attribués aux seuils, qui impliquent de les fixer à un niveau bas (ce qui de fait sera le cas, cf. première partie), les critères d'effectifs et de recettes ne semblent en particulier pas constituer une garantie fiable de connaissance et de maîtrise des instruments financiers, et peuvent contribuer à évincer des entreprises de petite taille, mais dont la nature de l'activité ou la forte internationalisation leur ont permis de bénéficier d'une rapide « courbe d'expérience ».

Votre rapporteur général rappelle que sa proposition entendait faire reposer la présomption de compétence du prospect – et donc l'exclusion du régime du démarchage – sur sa pratique et sa compétence réelles plutôt que sur des critères rigides.

f) La sollicitation de personnes déjà clientes

Le 5° de l'article L. 341-2 du code précité dispose que les règles du démarchage ne s'appliquent pas « *lorsque la personne visée est déjà cliente de la personne pour le compte de laquelle la prise de contact a lieu, dès lors que l'opération proposée correspond, à raison de ses caractéristiques, des risques ou des montants en cause, à des opérations habituellement réalisées par cette personne* ». **Ces dispositions sont parfois apparues insuffisamment claires.** Il semblait néanmoins difficile, sans dénaturer l'esprit de la loi, de se montrer plus précis, et **votre rapporteur général juge que ces dispositions ne donnent en l'état guère de prise à l'ambiguïté.** Les critères évoqués pour l'opération sont clairement alternatifs, et le terme « *habituellement* » implique récurrence et analogie dans les offres passées. Dès lors, toute proposition de produit ou service atypique qui n'entrerait pas dans les habitudes du client, et qui nécessiterait donc de sa part un effort de compréhension et d'acclimatation, doit requérir la pédagogie qu'emporte le démarchage.

¹ En particulier le professeur Stéphane Torck, dans son article précédemment cité.

5. Habilitation, professionnalisme et contrôle des démarcheurs

a) Les limitations apportées au mandat

L'article 50 de la LSF a revu en profondeur le statut des personnes habilitées à procéder au démarchage. Il prévoit une liste limitative de personnes habilitées (article L. 341-3 du code monétaire et financier), mais étend potentiellement le champ des démarcheurs par la chaîne des mandats, qui se situe au cœur du dispositif. **Certains commentateurs ont fait valoir que le contrat de mandat, bien connu du droit civil, était en partie éprouvé et dénaturé par la LSF.** Le professeur Stéphane Torck, dans son article précité, a ainsi considéré que les restrictions imposées par l'article L. 341-14 contribuaient à ce que le démarcheur « *se présente plutôt comme un courtier chargé de mettre en relation deux parties que comme un mandataire. (...) L'acte de démarchage n'est constitutif que de simples actes matériels s'il ne donne pas lieu à la conclusion du contrat par le mandataire. (...) Force est de conclure que le mandat dont il s'agit est un mandat formel à l'image du mandat de l'agent immobilier, qualifié de mandat d'entremise* ».

Même encadrés, la nature fondamentale et l'effet de représentation du mandat ne sont pas réellement remis en cause. Ainsi que le rappelle M. Bruno Dondero¹, les actes du démarcheur mandataire demeurent accomplis au nom et pour le compte du mandant, quand bien même la nouvelle législation restreint les possibilités d'action du démarcheur aux stades de la conclusion du contrat qui fait l'objet du démarchage.

L'ensemble du dispositif répond donc bien aux exigences de responsabilisation des mandants et de « traçabilité » des démarcheurs, propres à sécuriser la position de la personne démarchée. Le mandat est ainsi nominatif, non transmissible et d'une durée limitée à deux ans, mais non exclusif puisqu'une personne peut détenir plusieurs mandats émanant de mandants distincts. Le démarcheur, mandataire ou non, doit remplir des conditions, d'âge, d'honorabilité et de compétence, se faire enregistrer auprès de l'autorité de tutelle et détenir une carte. **L'ensemble de ces dispositions constitue incontestablement une des principales avancées du nouveau régime. Elles sont d'ailleurs de nature à sécuriser les démarcheurs eux-mêmes.**

¹ In « Le nouveau régime du démarchage bancaire et financier » - Numéro spécial des Petites Affiches sur la loi de sécurité financière, 14 novembre 2003.

b) Les principes déontologiques des démarcheurs et l'établissement du fichier

De même, les dispositions relatives aux principes de bonne conduite des démarcheurs dans l'exercice de leur activité apparaissent consensuelles et répondent directement à l'objectif de sécurité de la loi en posant les trois règles fondamentales suivantes :

- **connaître son client** (situation financière, expérience et objectifs) de manière pro-active, en application de l'article L. 341-11 du code monétaire et financier ;

- **communiquer au client les informations essentielles** à une perception claire et transparente de son interlocuteur et des conditions de l'offre (informations relatives au démarcheur, aux caractéristiques du produit ou service proposé, au droit de rétractation...), requises par l'article L. 341-12 du code monétaire et financier ;

- un **encadrement du rôle et des actes du mandataire** qui ne peut, par exemple, signer pour le compte du mandant les contrats conclus entre la personne démarchée et le prestataire habilité (article L. 341-14 du code précité), ou recevoir des moyens de paiement de la personne démarchée.

L'enregistrement des démarcheurs donne lieu à l'attribution d'un numéro et à l'établissement d'un **fichier unique, alimenté et géré conjointement par les trois autorités concernées** (AMF, Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement – CECEI et Comité des entreprises d'assurance – CEA), selon les dispositions de l'article L. 341-7 du code monétaire et financier. Ce fichier sera tenu par la Banque de France.

La Fédération bancaire française estime que l'établissement de ce fichier aura un coût élevé et nécessitera davantage de temps qu'escompté – considérant notamment les incompatibilités actuelles des systèmes informatiques des trois autorités – et qu'il n'élimine pas les risques de fraude, en particulier les prête-noms. **Votre rapporteur général n'est pas convaincu que ce fichier puisse être source de fraude**, et considère qu'il s'agit d'une mesure importante, dont les éventuels obstacles d'ordre technique seront nécessairement surmontés, d'autant que le projet de décret y afférant prévoit un délai limite de mise en place de ce fichier, d'ici la fin de l'année 2004.

c) Un régime de responsabilité original

Les nouvelles contraintes et obligations pesant sur les démarcheurs sont assorties d'un **régime de responsabilité unifié et plus strict que dans la législation antérieure**, notamment en ce qui concerne le statut pénal des démarcheurs. Les sanctions pénales prévues par l'article 51 de la LSF sont en

outre à la fois mieux proportionnées et plus dissuasives. **Le régime de la responsabilité civile délictuelle du fait des démarcheurs**, posé par le III de l'article L. 341-4 du code précité¹, **est néanmoins parfois considéré comme insuffisamment précis et source de contentieux**, en ce que sa mise en œuvre, selon les dispositions de l'alinéa 5 de l'article 1384 du code civil, suppose un lien de subordination entre un commettant et son préposé, qui serait incertain s'agissant d'un démarcheur mandataire², compte tenu de la nature même du mandat.

Il eût donc sans doute été préférable de conserver la formulation initiale du texte, qui prévoyait que « *nonobstant toute convention contraire, ces démarcheurs sont considérés comme leurs préposés au sens de l'article 1384 du code civil* ». Cette disposition avait été supprimée en première lecture par l'Assemblée nationale, au motif qu'elle était mal adaptée au cas du démarchage exercé par les salariés du mandataire, qui n'ont effectivement pas de lien de subordination avec le mandant. Il convenait donc d'aménager la disposition relative au lien de préposition, plutôt que de la supprimer.

Votre rapporteur général estime en définitive que malgré les spécificités – ou les incongruités – qu'affiche ce régime de responsabilité du démarchage au regard du droit commun de la responsabilité civile, le dispositif du III de l'article L. 341-4 du code précité demeure suffisamment précis et explicite pour qu'il soit appliqué strictement par le juge.

6. Les produits exclus du démarchage

L'article 50 de la LSF met en exergue **un principe clair et nécessaire**, prévu par l'article L. 341-10 du code monétaire et financier et dont il n'est pas nécessaire de rappeler la justification, selon lequel les produits dont le risque maximum n'est pas borné ou est susceptible de dépasser l'investissement initial ne peuvent faire l'objet de démarchage, ce qui exclut notamment certains produits dérivés. Ce principe est toutefois assorti de **deux exceptions** répondant à des préoccupations légitimes, l'une portant sur les parts de société civile de placement immobilier³ (SCPI), et l'autre sur les « *opérations normales de couverture* » réalisées par les seules personnes morales, qui peuvent donc être démarchées.

¹ *III de l'article L. 341-4 du code monétaire et financier* : « Les personnes morales mentionnées à l'article L. 341-3 et celles mandatées en application du I du présent article sont **civilement responsables du fait des démarcheurs, agissant en cette qualité**, auxquels elles ont délivré un mandat. Les personnes morales mentionnées à l'article L. 341-3 demeurent **responsables du fait des salariés des personnes morales qu'elles ont mandatées**, dans la limite du mandat ».

² *Le démarcheur salarié est en revanche bien dans une situation de préposé à l'égard de son employeur.*

³ *A condition que leurs statuts, d'ici le 1^{er} août 2005, aient prévu la limitation de la responsabilité de chaque associé de la société au montant de sa participation dans le capital, en dérogation au droit commun de la responsabilité des SCPI.*

La catégorie de « produits » que prévoit l'article L. 341-10 a suscité des commentaires relevant son imprécision, au regard de l'appellation plus juridique et habituelle d' « *instruments financiers* ». Le texte entend néanmoins viser non seulement ces instruments, mais également les opérations bancaires, que seule la dénomination partiellement satisfaisante de « *produits* » permet d'inclure extensivement.

L'appréciation de la « normalité » des opérations de couverture est également sujette à controverses : doit-elle être évaluée *rationae materiae* (selon la plus ou moins grande complexité des instruments en cause) ou *rationae personae* (en fonction de l'activité de l'entreprise) ? Selon un critère de fréquence et d'habitude¹ ? Que désignent précisément les opérations de couverture ? Le dispositif entend viser prioritairement les contrats portant sur la couverture de taux et de devises, qui sont effectivement très fréquemment utilisés par toutes les entreprises tournées vers l'exportation, mais il est également possible de retenir une appréciation *in concreto*, qui assimilerait à des opérations normales de couverture « *tout produit ayant pour objet la couverture d'un risque avéré et régulièrement couvert par une entreprise pour les besoins de son activité* »², donc sans optique spéculative. Cette appréciation, dans certaines activités, permettrait le démarchage d'instruments couvrant d'autres risques que ceux de taux et de change.

Outre le principe de limitation du risque encouru, posé par le 1° de l'article L. 341-10, trois autres types d'interdiction sont prévues par les 2° à 4° (ce dernier alinéa étant lui aussi assorti d'exceptions) du même article, dont l'articulation avec le 1° a pu susciter des interrogations. Se pose en particulier le cas suivant, évoqué par M. Fabrice Armand dans son article précité : un instrument financier à terme non coté, dont le 4° de l'article L. 341-10 interdit le démarchage, mais entrant dans le cadre d'une opération normale de couverture, peut-il faire l'objet de démarchage ? Afin d'éviter que l'investisseur non averti, personne morale ou physique, ne soit confronté à des produits d'une trop grande complexité et non conformes à son expérience des marchés, **il convient de privilégier une approche cumulative plutôt qu'alternative de ces interdictions**. En d'autres termes, un produit qui satisfait à l'une des conditions, en particulier celle portant sur le risque, mais comporte également une ou plusieurs caractéristiques prohibées, demeure insusceptible de démarchage. Les produits proposés doivent en particulier pouvoir bénéficier des garanties de protection des investisseurs et de transparence afférentes aux marchés réglementés et reconnus.

¹ Et dans ce cas, ainsi que le précise M. Fabrice Armand dans un récent article de doctrine (« Les instruments financiers à terme et l'article L. 341-10 du code monétaire et financier », *Recueil Dalloz*, 2004, n° 15) est-ce l'instrument financier qui doit être utilisé de façon courante, ou le risque qui doit être régulièrement couvert (ce qui interdirait les produits destinés à la couverture de risques inhabituels) ?

² Fabrice Armand, article précité.

S'agissant des instruments financiers à terme, il paraît ainsi logique que les **dérivés OTC** (*Over the counter*), c'est-à-dire négociés de gré à gré, ne puissent être démarchés. Ce n'est évidemment ni leur nature ni leur vocation, compte tenu de la connaissance et de la réactivité qu'ils supposent chez les parties à la transaction. **Il en résulte que des produits dérivés non cotés ne peuvent être démarchés auprès d'une personne morale, même s'ils entrent a priori dans le cadre d'une opération normale de couverture.** Les marchés réglementés d'instruments financiers à terme (en particulier le MATIF, le MONEP et le LIFFE, au sein du groupe Euronext), même s'ils n'offrent pas la même diversité que des produits conçus quasiment « sur mesure », doivent pouvoir satisfaire la grande majorité des besoins de couverture des entreprises, en particulier ceux portant sur les risques de taux et de change.

Votre rapporteur général rappelle toutefois que l'article 50 de la LSF, à la suite d'un amendement qu'il avait présenté en première lecture, permet le démarchage des instruments financiers qui font l'objet d'une opération d'appel public à l'épargne, **ce qui inclut les actions non encore cotées mais en voie de l'être**, offertes à la souscription des investisseurs individuels, par exemple lors d'une ouverture de capital ou d'une opération de privatisation d'une entreprise publique.

Le 3° de l'article L. 341-10 du code précité prévoit enfin que les fonds communs de créances et les fonds communs d'investissement sur les marchés à terme (FCIMT) ne peuvent faire l'objet de démarchage. **L'interdiction portant sur les FCIMT¹, sporadiquement contestée par les établissements de crédit, est parfaitement justifiée par la nature et le risque de ces produits**, qui exigent une très bonne connaissance des marchés à terme et, s'ils peuvent offrir des perspectives attrayantes de rendement, demeurent en tant que « *fonds de futures* » potentiellement très volatils. La possibilité du démarchage ne saurait donc constituer le vecteur d'un fort développement de ces produits, certes représentatifs du savoir-faire français en matière de stratégies alternatives, mais qui ont vocation à rester un marché de niche, dont le nombre de véhicules stagne depuis plusieurs années mais dont l'encours progresse pour approcher le milliard d'euros².

¹ Egalement prévue par le III de l'article 63 de la LSF pour le troisième alinéa de l'article L. 214-42 du code monétaire et financier. Cette redondance est toutefois atténuée par le fait que cet article L. 214-42 traite spécifiquement des FCIMT ; l'interdiction de démarchage a tout autant vocation à figurer dans ce dispositif que dans le régime du démarchage.

² D'après le rapport 2003 de l'AMF, on comptabilisait 28 FCIMT au 31 décembre 2003 (29 un an auparavant) pour un encours de 971,9 million d'euros, en progression de 16,2 % par rapport à 2002.

7. La difficulté d'une législation « concrète »

En définitive, l'ensemble de ces observations – non exhaustives – est **révélateur de la difficulté de construction d'un régime juridique cohérent, lisible et qui respecte les exigences fondamentales de la loi, dès lors qu'il s'applique à des situations très concrètes et diversifiées**¹. A n'en pas douter, cette difficulté n'est pas l'apanage du régime du démarchage, et se retrouve par exemple dans la législation sur la consommation, souvent considérée comme atypiquement précise.

Un dispositif qui s'en serait tenu à de grandes lignes directrices aurait en effet été perçu comme insuffisamment protecteur, trop flou, source de contentieux et déléguant excessivement à l'autorité judiciaire la responsabilité de clarifier les enjeux, alors qu'un texte trop détaillé aurait à l'opposé été jugé comme trop pointilliste, formaliste, contraignant et coûteux pour les prestataires. **La LSF propose un compromis, fruit d'objectifs clairs mais d'influences diverses, qui peut légitimement paraître frustrant à certains égards, et dans l'ensemble complexe à appliquer, mais qui atteint correctement les objectifs fixés** : unification et modernisation du régime, professionnalisation des démarcheurs, préservation des intérêts des personnes démarchées.

B. LES CONSEILLERS EN INVESTISSEMENTS FINANCIERS

1. Un statut clair et relativement peu contesté

Le statut octroyé à la profession de conseiller en investissements financiers (CIF), défini par les articles 55 à 57 de la LSF, **a été moins contesté que le régime du démarchage**. Il est vrai que ce statut, entièrement nouveau, ne connaît pas de point de comparaison et ne s'inscrit pas dans un mouvement de refonte du droit existant. Il est également moins étoffé et plus souple que le régime du démarchage, en ce qu'il promeut une « autorégulation encadrée » par l'AMF. Il a de fait été assez bien reçu par les professionnels concernés, qui l'ont perçu comme un facteur de clarification², de relégitimation et de crédibilisation de leur profession, ce qui est effectivement l'objectif recherché, plutôt que comme la manifestation d'une suspicion généralisée à l'encontre de leurs membres. Ces appréciations font que le statut des CIF apparaît comme

¹ M. Francis Mer considérait ainsi le 1^{er} mai 2003, lors de l'examen en seconde lecture de la LSF à l'Assemblée nationale, que « **le volet sur le démarchage est celui qui, dans le projet de loi de sécurité financière, concerne le plus la vie quotidienne des Français** ».

² L'activité de conseil financier existe en effet depuis longtemps, mais sous des appellations variables ne faisant pas référence à un « label » officiellement reconnu : conseiller financier, conseiller en gestion de patrimoine, expert financier, etc.

un dispositif cohérent, lisible et donnant moins de prise à la critique. Il a de fait été moins amendé que les articles relatifs au démarchage.

Il n'en demeure pas moins que son applicabilité est encore largement tributaire des décrets qui seront – il faut l'espérer – pris dans les prochains mois et viendront éclaircir certains points. **La consultation que l'AMF a ouverte début juin**, et qui s'est achevée le 17 juillet, apportera à ce titre d'utiles enseignements sur la perception que les professionnels concernés ont de leur statut et sur les orientations retenues par l'autorité de régulation pour celles des mesures d'application de son ressort (les autres mesures étant en voie de finalisation, cf. première partie).

Nous ne reviendrons pas sur le contenu précis de ce dispositif, dont on peut simplement rappeler les principes :

- les CIF sont des personnes physiques ou morales qui exercent, à titre de profession **habituelle**, une activité de **conseil** (et non de gestion ou de démarchage, soumis à des régimes distincts) portant sur la réalisation d'opérations sur instruments financiers, d'opérations de banque (et opérations connexes), de services d'investissement (et services connexes) et d'opérations sur biens divers. Ne relèvent pas de ce statut les autres professions soumises à une réglementation spécifique, telles que les entreprises d'investissement, les établissements de crédit, les notaires, avocats ou experts comptables, dont la réglementation ne saurait être doublonnée par celle des CIF. Ces professions libérales ne peuvent fournir des conseils financiers qu'à titre accessoire et dans la mesure où ils respectent les limites fixées par leur statut ;

- l'activité de CIF est soumise à des conditions **d'accès** (âge, honorabilité, compétence professionnelle, assurance responsabilité civile, adhésion à une association représentative) et **d'exercice** (encadrement de la délivrance de consultations et actes juridiques, respect de règles de bonne conduite rédigées par les associations et en conformité avec les prescriptions de l'AMF) ;

- les CIF font l'objet d'un **contrôle indirect** par l'AMF : les associations attribuent un numéro d'enregistrement à chaque conseiller (après avoir vérifié qu'il satisfait aux conditions d'accès à la profession) et transmettent la liste de leurs membres à l'AMF, qui établira un fichier consultable sur son site Internet ;

- l'article 56 précise la gradation des sanctions **disciplinaires** applicables, prononcées par l'AMF. Le régime des sanctions **pénales**, prévu par l'article 57, distingue les peines applicables aux personnes physiques et aux personnes morales, à titre principal¹ ou complémentaire.

¹ En particulier, pour les personnes physiques, sous le chef d'escroquerie, punie par l'article 313-1 du code pénal de cinq ans d'emprisonnement et d'une amende plafonnée à 375.000 euros.

L'AMF détient donc une position clef dans la régulation et le contrôle de la profession, ainsi qu'elle le rappelle dans son rapport annuel : définition des conditions d'exercice de la profession, agrément des associations représentatives et approbation de leur code de bonne conduite, consolidation des listes de CIF, contrôle direct exercé sur les CIF et sanction en cas de manquement.

2. Un statut qui n'est pas encore finalisé

a) Les inquiétudes exprimées par les professionnels

La LSF contribue à la reconnaissance d'une nouvelle profession, et la première incertitude a de façon naturelle porté sur le nombre de personnes physiques ou morales potentiellement concernées, comme sur le nombre et l'identité des associations susceptibles d'être agréées. La population des CIF fait l'objet d'estimations très variables, de 3.000 à 10.000 personnes, mais le nombre d'associations *a priori* représentatives apparaît réduit, inférieur à dix. L'AMF, ainsi que l'on peut le relever dans le texte de sa consultation précitée, **préfère accorder son agrément à des associations composées de professionnels spécialisés plutôt qu'à des associations plus transversales** : « *il n'apparaît pas opportun à l'AMF d'agréer des associations dont l'objet social exclusif n'est pas en rapport étroit avec celui de regrouper des membres exerçant une activité de conseil en investissements financiers à titre habituel de telle sorte qu'il seront soumis au statut de CIF* ». Votre rapporteur général partage cette approche, conforme à l'exigence d'efficacité de la régulation. L'application du dispositif pourrait en outre susciter des regroupements d'associations existantes.

Le dispositif concerne prioritairement les conseillers indépendants, qui étaient par définition moins encadrés que les conseillers directement affiliés à un réseau bancaire ou à une société de gestion¹. Les professionnels se sont en premier lieu interrogés sur le point de savoir s'ils étaient concernés par le statut et, dans l'affirmative, s'ils avaient intérêt à y adhérer. La part des conseillers financiers qui estimaient relever de ce statut est dans un premier temps apparue étonnamment peu élevée, et une

¹ *Dans sa consultation précitée, l'AMF relève en particulier que :*

« Le statut de CIF est exclusif des statuts d'établissement de crédit, d'entreprises d'investissement et d'entreprises d'assurance.

« Si cette exclusion est claire et directement opérationnelle, **il existe un risque de confusion dans l'esprit des clients** entre la dénomination de conseiller en investissements financiers, pour laquelle le législateur a entendu définir un statut précis, et celle de « conseiller financier », fréquemment utilisée pour les salariés et les démarcheurs de ces établissements et entreprises (pour des fonctions de chargés de clientèle notamment).

« Pour que ce statut de « conseiller en investissements financiers » soit aisément identifié, le client doit pouvoir savoir si le professionnel qui lui fournit une prestation de conseil est un agent lié à des sociétés spécifiques ou un conseiller indépendant ».

controverse a pu naître sur le positionnement des conseillers en gestion de patrimoine¹. Il ne fait cependant guère de doute, ainsi que le rappelle l'AMF dans sa récente consultation, que ces derniers ressortissent bien au statut de CIF, et que leur crédibilité peut se trouver renforcée, aux yeux de la clientèle, par le choix du statut. Ce sont d'ailleurs des considérations parfois moins objectives, telles que le refus d'adhérer à une quelconque association, jugée tutélaire ou non représentative par l'intéressé, qui peuvent motiver le rejet du statut de CIF.

Certaines critiques vives ont également été émises à l'encontre du dispositif, **au regard notamment de ses liens avec le statut de démarcheur**, parfois perçu comme dévalorisant et donc susceptible de « contaminer » la profession intellectuelle de conseiller. L'idée d'une carte unique de « conseiller-démarcheur » a été évoquée, par référence au courtage d'assurance, mais n'apparaît pas cohérente avec la volonté, justement exprimée par le législateur, de ne pas créer un statut mixte du démarcheur-CIF, qui aurait été source de confusion pour l'épargnant. Un tel statut mixte n'aurait en effet pas permis de faire l'économie des deux statuts distincts de démarcheur et de CIF, ce dernier ne prévoyant pas de carte mais uniquement un numéro d'enregistrement.

b) L'inclusion regrettable du conseil en haut de bilan

La consultation de l'AMF est venue apporter une précision sur le périmètre des CIF qui n'avait pas été suffisamment explicitée lors de l'examen du projet de loi. Cette activité recouvre en effet non seulement les prestations de conseil patrimonial, mais également « *les prestations de conseil aux entreprises sur des éléments comme la structure du capital ou la stratégie industrielle* ». **Le « conseil en haut de bilan », exercé à titre de profession habituelle, entre donc dans le champ du conseil en investissements financiers**, en application du 3^o de l'article L. 541-1 du code monétaire et financier, qui vise notamment les services connexes aux services d'investissement définis par l'article L. 321-2 du même code, parmi lesquels

¹ *Votre rapporteur général a ainsi rappelé, dans son rapport de première lecture du projet de loi, qu'« une certaine ambiguïté persiste sur les périmètres respectifs des conseils en investissement financier et en gestion de patrimoine », imputable notamment au fait que l'article L. 321-2 du code monétaire et financier, relatif aux services connexes aux services d'investissement, vise le conseil en gestion de patrimoine parmi ces services connexes. Cette disposition, combinée avec celles de l'article L. 341-1 du même code, introduit par l'article 55 de la LSF, a pu laisser penser, à tort, qu'une hiérarchie était implicitement établie entre l'activité de CIF et celle de conseiller en gestion de patrimoine (CGP), alors que cette dernière offre un spectre de prestations potentiellement vaste (conseil financier, juridique et fiscal, immobilier, économique). Nous sommes en réalité dans deux logiques différentes : une logique verticale de statut juridique et une logique fonctionnelle horizontale. Lorsque l'activité de CGP est exercée à titre de profession habituelle, elle est clairement visée par le statut de CIF en application de l'article L. 341-1 ; si elle est exercée à titre accessoire par une personne relevant d'une autre profession réglementée (expert-comptable ou notaire en particulier), elle ressortit naturellement à cet autre statut.*

figure « *la fourniture de conseil aux entreprises en matière de structure de capital, de stratégie industrielle et de questions connexes ainsi que de services concernant les fusions et le rachat d'entreprises* ».

Votre rapporteur général juge que cette disposition législative est regrettable, car ces prestations sont de nature très différente de celle du conseil patrimonial, et s'adressent essentiellement à une clientèle de professionnels. Sa compatibilité avec le droit communautaire, et plus particulièrement avec la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, précitée, n'est en outre pas assurée. L'annexe 1 de cette directive classe en effet le « *conseil en investissement financier* » (au singulier) et le « *conseil aux entreprises en matière de structure du capital, de stratégie industrielle et de questions connexes ; conseil et services en matière de fusions et de rachat d'entreprises* » dans deux catégories distinctes : les services principaux d'investissement pour le premier, et les services connexes pour le second.

Le ministère de l'économie, des finances et de l'industrie a toutefois apporté les réponses suivantes à votre rapporteur général, qui contribueront à assurer la compatibilité de notre droit :

« Les conseillers en investissements financiers prévus par les articles L. 541-1 et suivants ne relèvent pas des services d'investissement au sens du code monétaire et financier (ni des services connexes qui ne comprennent que la gestion de patrimoine).

« L'article L541-1 sera modifié lors de la transposition de la directive sur les marchés d'instruments financiers afin d'ériger les CIF en prestataires de services d'investissements comme le prévoit cette directive, postérieure à la LSF. Les autres articles du code relatifs au CIF et le règlement général de l'AMF devront également être adaptés en tant que de besoin ».

c) L'exégèse pertinente de la loi par l'AMF

Outre les points précédemment mentionnés, **le texte de la consultation fournit des indications bienvenues sur l'interprétation de l'AMF et les orientations qu'elle compte privilégier** pour l'exercice de sa fonction de régulation des CIF. On peut ainsi mentionner les appréciations suivantes :

- l'exercice du conseil à titre **habituel** pourra être apprécié à l'aune des trois critères cumulatifs suivants : une profession exercée de manière indépendante, « *courante* » et donnant lieu à rémunération ;

- s'agissant des **conditions de compétence** requises pour un service de qualité, l'AMF rappelle qu'elles doivent « *tenir compte du fait que cette*

activité implique des connaissances solides en matière financière, bancaire, fiscale et juridique ». Il pourrait ainsi être exigé une **spécialisation** selon qu'il s'agit de conseil patrimonial ou de conseil en haut de bilan, ce qui paraît effectivement nécessaire. L'expérience professionnelle sera également prise en compte, afin de ne pas exclure les CIF compétents qui ne rempliraient pas les conditions de diplôme ;

- **l'obligation déontologique de connaissance du client**, également prévue par le régime du démarchage, est détaillée de manière concrète pour les trois éléments suivants : la situation personnelle et financière du client, son profil de risque¹ et ses connaissances en matière financière. L'autorité recommande une collecte par écrit de ces informations, selon trois modalités possibles : une « lettre de mission » émanant du client (que votre rapporteur général avait d'ailleurs préconisée dans son rapport de première lecture), une lettre de mission rédigée par le professionnel, ou un formulaire pré-établi ;

- **l'obligation de fournir un conseil adapté** au client est notamment appréciée au regard des conflits d'intérêt potentiels des CIF exerçant concomitamment d'autres fonctions, telles que celles de placement et de démarchage. Le conseil fourni doit être compréhensible et adapté aux besoins, au profil de risque, à la situation financière et à l'expérience du client. La prestation de conseil, donnée par écrit, devra au minimum exposer les différentes solutions préconisées, les motivations essentielles de chaque préconisation, et les avantages et inconvénients y afférents ;

- **l'obligation d'organisation** (ressources et procédures) impose des moyens informatiques permettant un archivage des données et un suivi des clients, et que les CIF actualisent régulièrement leurs connaissances juridiques et financières. Ils devraient également se doter de procédures écrites décrivant les modalités de respect et de contrôle des règles de bonne conduite et de leurs obligations au titre de la lutte anti-blanchiment. L'AMF évoque enfin le cas des plates-formes de produits et moyens auxquelles certains CIF ont accès ;

- **l'obligation d'information** sur les produits éventuellement proposés et sur l'existence de relations avec les établissements promoteurs est rapprochée de celle incombant aux démarcheurs ;

- **l'obligation de transparence sur la rémunération perçue** suppose que les CIF facturent au client des honoraires de conseil et, s'ils démarchent en outre des produits, qu'ils communiquent le montant des commissions perçues. L'AMF distingue dès lors trois modalités de rémunération du CIF par le client, selon qu'il y a ou non achat de produits financiers ;

¹ *Le texte précise ainsi : « pour des placements, quel est l'objectif de rentabilité du client pour quel horizon de temps ? quel est le montant de perte accepté ? quels sont les motivations et les objectifs du client (épargner pour la retraite, protéger ses revenus en cas de maladie ou autre, transmettre son patrimoine, épargner pour un projet particulier) ? »*

- la **représentativité** des associations est appréciée à travers les trois critères suivants : nombre de cotisants, qualité des membres et qualité des dirigeants. **L'aptitude** des associations à remplir leur mission se vérifie par l'existence de moyens matériels, humains, techniques et organisationnels adéquats, dont l'autorité fournit de nombreux exemples (présence de permanents, site Internet, nature des procédures d'admission et de sanction, part des cotisations dans le budget...).

L'AMF précise en outre que l'agrément des associations pourrait être soumis au dépôt d'un programme d'activité, à l'instar des sociétés de gestion. Votre rapporteur général approuve cette proposition, qui permet d'établir des critères précis d'agrément et comporte une valeur d'engagement de la part des associations demanderesses.

III. FIABILISER LA CHAÎNE DE VALEUR DE L'INFORMATION FINANCIÈRE

A. LE RENFORCEMENT DES OBLIGATIONS EN MATIÈRE D'INFORMATION SUR LE CONTRÔLE INTERNE ET SUR L'ORGANISATION DES TRAVAUX DU CONSEIL

L'article 117 de la loi de sécurité financière (articles L. 225-37 et L. 225-68 du code de commerce) crée l'obligation pour le président du conseil d'administration ou du conseil de surveillance de rendre compte, dans un rapport joint au rapport annuel, **des conditions de préparation et d'organisation des travaux du conseil ainsi que des procédures de contrôle interne** mises en place par la société. Quelques difficultés d'application et d'interprétation sont apparues, s'agissant notamment du volet relatif au contrôle interne. Les rapports publiés en application de l'article 117 pour l'année 2003 se sont révélés hétérogènes et, parfois, décevants. Toutefois, à l'avenir, ces difficultés devraient pouvoir être dépassées dans le cadre d'une démarche pragmatique constructive.

Rapport sur le contrôle interne
Comparaison des législations française et américaine

	Loi de sécurité financière (article 117)	Loi Sarbanes-Oxley (section 404)
Sociétés concernées	Toutes les sociétés anonymes	Uniquement les sociétés cotées
Périmètre	Chaque société	Groupe
Auteur	Président du conseil d'administration ou du conseil de surveillance	Management : CEO (<i>chief executive officer</i>) et CFO (<i>chief financial officer</i>)
Etendue	Toutes les procédures de contrôle interne	Uniquement les procédures qui concernent les informations comptables et financières
Portée	Le Président « <i>rend compte</i> »	Le management - décrit les procédures ; - évalue l'efficacité de la structure de contrôle interne et des procédures mises en œuvre.
Audit	Les commissaires aux comptes <i>présentent leurs observations</i> sur celles des procédures de contrôle interne qui sont relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière (article 120 de la loi de sécurité financière)	Les auditeurs attestent l'évaluation et établissent un rapport
Entrée en vigueur	Exercices ouverts à compter du 1 ^{er} janvier 2003	Exercices clos après le 15 juin 2004 (15 avril 2005 pour les sociétés étrangères cotées aux Etats-Unis)

1. Des difficultés d'application et d'interprétation

a) Les sociétés concernées

L'article 117 de la loi de sécurité financière concerne l'ensemble des **sociétés anonymes**.

Il faut rappeler que, lors de la discussion du projet en première lecture à l'Assemblée nationale, notre ancien collègue député François Goulard, rapporteur, avait présenté, au nom de la commission des finances, un

amendement tendant à limiter l'application de ces dispositions aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé. **Le gouvernement avait émis un avis très défavorable** au sujet de cet amendement. M. Dominique Perben, garde des sceaux, s'était exprimé dans les termes suivants :

« Je crois très sincèrement que c'est une erreur sur le fond. Il n'est pas inutile, c'est le moins qu'on puisse dire, d'instaurer de la transparence dans des sociétés comme Gem plus, Metaleurop ou Air Lib. On s'est aperçu, avec ces trois exemples, (...) qui sont effectivement choisis à dessein, qu'il y avait tout de même une sérieuse nécessité d'instaurer plus de transparence, et pas uniquement dans les sociétés cotées ».

Cette position avait conduit au retrait de l'amendement, le rapporteur ayant indiqué :

« Je connais (...) la position traditionnelle de la chancellerie, qui cherche à unifier le droit applicable aux sociétés anonymes en limitant les régimes particuliers réservés à tel ou tel type de sociétés. Avec cet amendement, je pensais surtout à la grande masse des petites et moyennes entreprises, pour lesquelles les dispositions du texte constituent une formalité de plus. Mais je dois à la vérité de dire que ce n'est pas une formalité considérable. »

Le gouvernement s'était également montré défavorable, pour des raisons similaires, à un amendement présenté à l'Assemblée nationale – puis retiré – tendant à réserver l'obligation instituée à l'article 117 aux sociétés établissant des comptes consolidés.

Il est certain, qu'en pratique, les « petites » entreprises ne publieront pas des rapports de même type que les « grandes » entreprises car leur contrôle interne est nécessairement simplifié ou allégé. De même, les sociétés et les groupes auront des approches différentes, le rapport d'une filiale pouvant, au demeurant, renvoyer à celui de la société mère, si ce renvoi est pertinent. Mais il n'était pas souhaitable que le législateur intervienne pour restreindre le champ de l'obligation. En effet, il n'est pas certain que la distinction, par exemple, entre sociétés cotées et non cotées aurait été pertinente au regard de la nature de l'obligation. Du reste, dans les sociétés fermées, le rapport est principalement destiné aux actionnaires, qu'il s'agit d'informer. A cet égard, le choix de la forme de la société anonyme (au demeurant peu répandue chez les petites et moyennes entreprises) emporte nécessairement un certain nombre d'obligations.

En définitive, la loi doit avoir un caractère pédagogique, en contribuant à ce que les entreprises – petites ou grandes – se dotent progressivement des moyens d'établir une **typologie de leurs risques**. Elle

doit les encourager à se doter progressivement des moyens de porter une appréciation sur la pertinence de leurs contrôles internes.

b) La responsabilité du rapport

La loi Sarbanes-Oxley a institué un rapport sur les procédures de contrôle interne en matière comptable et financière, dont la responsabilité est confiée au management opérationnel de l'entreprise (directeur général et directeur financier). La loi de sécurité financière a adopté une autre approche, en désignant comme auteur du rapport le président du conseil d'administration ou du conseil de surveillance. **Cette solution a été critiquée**, au motif que c'est le directeur général, ou, dans les sociétés duales, le président du directoire, qui est responsable de l'établissement et de la mise en œuvre des procédures de contrôle interne.

Précisons, à ce sujet, **qu'il est peu probable que la responsabilité du président du conseil d'administration ou de surveillance puisse être engagée sur le fondement d'un manquement supposé du rapport sur le contrôle interne et le gouvernement d'entreprise**. En effet, ce rapport constitue avant tout un outil méthodologique. Seul le risque lui-même est susceptible d'engager la responsabilité d'un dirigeant, sur le fondement de la faute de gestion. Le rapport ne pourrait mettre en jeu la responsabilité de son auteur que s'il dissimulait volontairement des informations. La loi n'impose en aucun cas l'obligation de prémunir les actionnaires contre tout risque et chacun reconnaît que le contrôle interne ne consiste pas à garantir le « risque-zéro », mais à fournir des assurances raisonnables.

Enfin, confier la responsabilité du rapport sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne au président du conseil d'administration ou du conseil de surveillance est **cohérent avec la notion**, introduite lors de la discussion du projet de loi de sécurité financière en première lecture au Sénat, de rapport « *joint* » au rapport annuel. Il s'agit de compléter l'information délivrée par le conseil à l'assemblée générale. Du reste, la responsabilité de la partie relative aux conditions de préparation et d'organisation des travaux du conseil ne peut incomber qu'au président de celui-ci.

c) La notion de contrôle interne

La rédaction du rapport mis en place par l'article 117 implique de définir le champ de la notion de « *contrôle interne* ». La loi de sécurité financière n'a pas limité cette notion à son volet financier, au contraire de l'approche retenue dans la section 404 de la loi Sarbanes-Oxley. La LSF se place dans une perspective plus exhaustive, impliquant une analyse de la gestion des risques **à tous les niveaux dans l'entreprise**. L'absence de définition législative du contrôle interne a pu être critiquée, mais **la loi n'a pas**

vocation à définir concrètement le champ potentiellement vaste de ces contrôles.

Or il n'existe pas de référentiel français en matière de contrôle interne, c'est-à-dire pas d'équivalent du COSO américain¹, dont les prescriptions en matière de contrôle interne sont reconnues par la SEC pour l'application des dispositions de la section 404 de la loi Sarbanes-Oxley.

Le référentiel établi par le COSO en matière de contrôle interne

Le COSO réalise des travaux tendant à l'amélioration de la qualité de l'information financière. Cet organisme définit le contrôle interne comme un ensemble de procédures tendant à procurer des garanties « raisonnables » quant à la réalisation de trois objectifs :

- l'efficacité et l'efficience des opérations ;
- la fiabilité de l'information financière ;
- la conformité aux lois et règlements en vigueur.

Le contrôle interne, tel que défini par le COSO, comporte cinq composantes :

- l'environnement de contrôle, qui correspond, pour l'essentiel, aux valeurs diffusées dans l'entreprise ;
- l'évaluation des risques ;
- les activités de contrôle, définies comme les règles et procédures mises en œuvre pour traiter les risques ;
- l'information et la communication, qu'il s'agit d'optimiser ;
- la supervision, c'est-à-dire le « contrôle du contrôle » interne.

Le cabinet Deloitte a procédé à une analyse des rapports sur le contrôle interne publiés au titre de l'année 2003 par les plus grandes entreprises françaises². Il en ressort que **55 % de ces entreprises se sont référées à cette définition du COSO** pour rendre compte de leurs procédures de contrôle interne. Cette préférence manifeste pour la définition du COSO témoigne sans doute du haut degré d'internationalisation de ces entreprises, fortement tournées vers le marché américain.

19 % seulement des entreprises préféraient faire référence à l'approche de l'AFEP et du MEDEF dans leur recommandation conjointe

¹ « Committee of sponsoring organizations of the Treadway Commission », organisme privé indépendant créé en 1985 auprès d'une commission nationale de l'information financière, elle-même issue du secteur privé et présidée par M. James Treadway.

² Rapport sur le contrôle interne, le premier bilan (25 mai 2004).

relative à l'application de la loi de sécurité financière.¹ Cette recommandation donne pour objet aux procédures de contrôle interne :

« - d'une part, de veiller à ce que les actes de gestion ou de réalisation des opérations ainsi que les comportements des personnels s'inscrivent dans le cadre défini par les orientations données aux activités de l'entreprise par les organes sociaux, par les lois et règlements applicables, et par les valeurs, normes et règles internes à l'entreprise ;

« - d'autre part, de vérifier que les informations comptables, financières et de gestion communiquées aux organes sociaux de la société reflètent avec sincérité l'activité et la situation de la société. »

A cette fin, l'AFEP et le MEDEF préconisent une description synthétique des structures et des procédures instituées, se focalisant sur les éléments significatifs susceptibles d'avoir un impact sur le patrimoine ou les résultats de la société. **Cette définition est sans doute moins exhaustive que celle du COSO.**

Comme on peut le voir, **les instruments de référence existent et la définition du contrôle interne ne pose pas réellement de problème**, dès lors que l'entreprise met déjà en œuvre une politique de gestion des risques. D'ailleurs, cette notion est généralement assez bien identifiée dans l'esprit des dirigeants et l'organisation des sociétés. L'obligation instituée par la LSF, loin d'être purement formelle, devrait inciter toutes les entreprises concernées à définir, à leur échelle, mais de façon rationalisée, leurs priorités et leurs méthodes en la matière. **Une telle approche relativise la portée du débat entre description et évaluation qui a divisé la doctrine et les praticiens au cours des derniers mois.**

d) Description ou évaluation : un faux débat

Dans sa recommandation sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne, publiée le 27 janvier 2004, l'Autorité des marchés financiers a recommandé l'utilisation des lignes directrices que constituent les recommandations conjointes précitées de l'AFEP et du MEDEF ainsi qu'une note du comité juridique de l'ANSA² pour guider les présidents de sociétés anonymes (cotées ou non) dans la rédaction du rapport prévu par l'article 117 de la loi de sécurité financière. L'AMF propose, par ailleurs, à l'attention des émetteurs, les orientations complémentaires suivantes :

¹ *Recommandation conjointe AFEP (association française des entreprises privées) – MEDEF (Mouvement des entreprises de France) sur l'application des dispositions de la loi de sécurité financière concernant le rapport du Président sur les procédures de contrôle interne mises en place par la société (décembre 2003)*

² *Association nationale des sociétés par actions.*

- l'émetteur doit préciser quelles diligences ont permis l'élaboration du rapport (entretiens et réunions avec direction générale, conseil d'administration, CAC ou comité d'audit) ;

- lorsque le commissaire aux comptes informe le président d'une déficience majeure dans le contrôle interne, ce dernier doit le mentionner dans son rapport ;

- l'AMF rappelle que la réglementation de la COB impose aux émetteurs de **porter immédiatement à la connaissance du public toute information dont la révélation aurait une incidence significative sur leur cours de bourse**, ou tout changement significatif d'une information déjà communiquée. Ce serait notamment le cas, d'après l'AMF, d'une défaillance ou insuffisance grave du contrôle interne identifiée à l'occasion du processus d'évaluation ou des diligences qui ont entouré l'élaboration du rapport.

L'AMF précise, par ailleurs, que les émetteurs « *doivent entamer une démarche progressive d'évaluation leur permettant d'aboutir à une appréciation sur l'adéquation et l'efficacité de leurs procédures de contrôle interne* », mais que, « *du fait de la lourdeur d'un tel processus et à l'instar des systèmes étrangers, une certaine souplesse leur est laissée sur les modalités et les délais de mise en œuvre de cette démarche* ».

Or les organisations représentatives des entreprises (AFEP, MEDEF, ANSA, CGPME) considèrent que la loi n'impose pas d'autre obligation que celle de décrire les procédures. Il est vrai que, sur ce point, la LSF est moins explicite que la loi Sarbanes-Oxley, puisqu'elle dispose que le président « rend compte », ce qui n'implique pas de façon évidente une démarche d'évaluation. Sur ce point, dans sa réponse à une question écrite¹ de notre collègue député Jacques Péliissard, M. le garde des sceaux, ministre de la justice, contredit l'interprétation de l'AMF en indiquant :

« Ce rapport vise à rendre compte à l'assemblée générale des procédures de contrôle interne mises en place dans la société. Le président du conseil d'administration ou du conseil de surveillance doit en conséquence relater ces procédures sans être tenu de les évaluer ou d'apprécier leur adéquation ou leur efficacité. En outre, le législateur a tenu compte de certaines spécificités de la société pour la publicité faite à ce rapport. Ainsi, cette publicité est réservée aux sociétés faisant appel public à l'épargne en application de l'article L. 621-18-3 du code monétaire et financier. Par conséquent, pour les sociétés anonymes ne remplissant pas cette condition, le rapport sera à destination unique des actionnaires et ne pourra pas être utilisé par les établissements de crédit. La distinction faite entre les sociétés faisant ou non appel public à l'épargne, pour la seule publicité du rapport et non son élaboration, permet d'assurer un équilibre entre la nécessaire

¹ Assemblée nationale, JO du 15 juin 2004, p. 4516.

transparence vis-à-vis de tous les actionnaires, et la pertinence de la diffusion de cette information hors de la société afin de protéger le public ».

Cette interprétation est contestable. S'agissant de la publicité du rapport, il faut rappeler, qu'aux termes des articles L. 225-37 et L. 225-68 du code de commerce, il doit être joint au rapport de gestion et doit par conséquent suivre le même régime de publicité que celui-ci, ce qui implique un dépôt au greffe du tribunal de commerce dans le mois qui suit l'assemblée ordinaire annuelle (article L. 232-23 du code de commerce).

Sans doute faut-il relativiser le débat entre description et évaluation qui est souvent présenté de manière trop caricaturale. **Il ne s'agit naturellement pas de demander à l'entreprise de procéder à une auto-critique qui pourrait avoir des effets destructeurs. Il s'agit d'encourager l'adoption d'une perspective dynamique orientée vers le progrès, plutôt que figée sur l'existant.** Le consensus en faveur d'une démarche descriptive ne doit pas constituer un prétexte à l'adoption d'une démarche superficielle qui constituerait alors une formalité supplémentaire à la charge des entreprises, sans véritablement induire en contrepartie de conséquences sur leurs comportements et leurs méthodes.

2. Une application hétérogène

L'enquête précitée du cabinet Deloitte s'est voulue plutôt optimiste, mentionnant que les sociétés ont en général réalisé des travaux plus importants que ce que la lecture des rapports pouvait faire apparaître, dans l'optique d'un contenu plus conséquent dans les prochaines années, ce qui constitue un investissement pour l'avenir.

Cette enquête a néanmoins mis en évidence des pratiques très hétérogènes.

Rapport sur le contrôle interne : les enquêtes des cabinets Mazars & Guérard et Deloitte

1- Le cabinet Mazars a publié en février 2004 les résultats d'une étude réalisée en 2003, intitulée « Contrôle interne : concept et réalités, résultats de l'enquête 2003 sur la sensibilisation et la préparation des entreprises aux dispositions de la loi de sécurité financière ». Cette étude repose sur un sondage réalisé auprès des sociétés anonymes françaises les plus importantes en terme de chiffre d'affaires – cotées en France (60 %) et non cotées (40 %), intervenant dans les services et dans l'industrie.

L'enquête suggère une certaine impréparation à l'application des dispositions de la loi de sécurité financière :

- Seulement 38 % des entreprises considèrent que les nouvelles dispositions permettront d'améliorer l'information des investisseurs et de réduire les risques de manipulation.

- 66 % des entreprises déclarent être moyennement sensibles aux questions de contrôle interne. La fonction de « contrôle interne » n'existe que dans 15 % des cas, et peu d'entreprises envisagent sa création. Une entreprise sur deux déclare posséder de réels manuels de procédures. Néanmoins, 77 % des entreprises voient dans les exigences de la LSF des moyens d'améliorer leur relation avec leurs actionnaires, mais surtout de progresser dans leur propre organisation en passant notamment du concept de contrôle interne à la pratique de la maîtrise des risques.

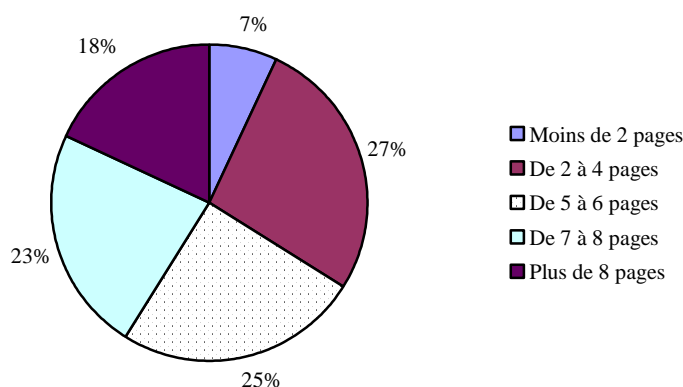
- Seules 22 % des entreprises s'estiment prêtes, pour l'essentiel, à recenser et à auto-évaluer leur système de contrôle interne. 83 % n'ont pas de projet formalisé tendant à la mise en conformité à la LSF. 62 % ne s'estiment pas en mesure d'assurer, seules, ce projet. Le cabinet **Mazars** en conclut que seule une minorité d'entreprises pourra appuyer le rapport du Président sur des travaux structurés impliquant les différents échelons de l'entreprise. La majorité se limitera à une synthèse des conclusions de missions d'audit récentes et à une première approche de la cartographie des risques. 90 % des entreprises se déclarent, par ailleurs, favorables à des mesures transitoires permettant de disposer d'un délai d'un à deux ans pour parvenir aux exigences de la loi.

- Au total, l'exercice de communication sur le contrôle interne reste perçu comme une difficulté par 54 % des entreprises consultées.

Le cabinet Deloitte a publié, plus récemment, un bilan de la première année d'application de la LSF, au vu des rapports sur le contrôle interne effectivement parus pour l'année 2003 (« Rapport sur le contrôle interne, le premier bilan », 25 mai 2004). Cette étude est établie sur la base d'un échantillon de 56 rapports de groupes industriels et commerciaux cotés membres du SBF 120. Elle porte sur huit thèmes couvrant la forme et le fond du rapport.

- Le nombre moyen de pages du rapport sur le contrôle interne est de 5,5 pages.

Nombre de pages du rapport portant sur les procédures de contrôle interne en 2003



- 64 % des rapports ne contiennent aucun détail concernant les risques encourus par la société. 16 % font référence à la partie du rapport annuel qui traite des risques et seules 20 % des sociétés mentionnent des risques spécifiques dans le rapport du président.

- 71 % des rapports contiennent un paragraphe spécifique consacré aux informations sur les procédures de contrôle interne relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière.

- 55 % des entreprises définissent le contrôle interne en référence au COSO.

- Seules 36 % des entreprises indiquent comment les risques sont gérés (direction des risques, comité...).

- 7 % des rapports présentent une évaluation du contrôle interne, c'est-à-dire quatre sociétés dont trois sont cotées aux Etats-Unis et une mentionne avoir procédé à l'évaluation sans en révéler le résultat. Néanmoins, 52 % des rapports mentionnent un plan de progrès.

- 54 % des entreprises précisent les diligences qui ont sous-tendu l'analyse du président et 29 % mentionnent l'utilisation d'un questionnaire d'auto-évaluation.

Sources : Cabinets Mazars & Guérard et Deloitte

En définitive, le minimum exigé par le rapport sur le contrôle interne consiste en une description détaillée des risques et de leur gestion. **Il n'est pas acceptable, à cet égard, que près des deux tiers des rapports examinés par le cabinet Deloitte ne contiennent aucun détail concernant les risques encourus par la société. Il est également inquiétant que seulement un peu plus d'un tiers des entreprises étudiées indiquent comment les risques sont gérés d'un point de vue organisationnel.** On voit ici que le débat entre description et évaluation tend à masquer une autre question, plus fondamentale, liée au degré de détail exigé dans la description. Or ce degré de détail doit être élevé pour que le rapport ne constitue pas une formalité inutile.

Quant à l'évaluation, elle est sans doute insuffisamment présente au stade actuel d'application de la LSF. Il faut se garder toutefois d'encourager certaines formulations superflues, telles que celle consistant à indiquer que les « *procédures sont adéquates pour fournir des informations comptables et financières fiables* », ainsi que l'a fait une grande entreprise, qui a pourtant procédé à une description exemplaire de ses risques et procédures. Une telle description du « *risk management* », détaillée et inscrite dans une démarche de progrès, doit apporter suffisamment d'informations à l'actionnaire ou à l'investisseur pour qu'il puisse procéder lui-même à une évaluation de la politique de l'entreprise en matière de contrôle interne. L'exigence d'une analyse suffisamment fine et d'une perspective dynamique devrait permettre de dépasser le débat stérile entre description et évaluation.

B. LA MODERNISATION DU CONTRÔLE LÉGAL DES COMPTES

L'implication des cabinets d'audit dans plusieurs scandales financiers à l'étranger ayant engendré un certain sentiment de défiance vis-à-vis de ce maillon pourtant essentiel de la chaîne de l'information financière, la LSF est intervenue, en écho à la loi Sarbanes-Oxley, pour prévenir toute dérive. Elle a précisé, d'une part, les missions et, d'autre part, le mode de régulation de la profession comptable.

Les dispositions de la loi Sarbanes-Oxley concernant l'audit

La loi, dont les dispositions s'appliquent dès lors qu'elles ont une répercussion sur une société cotée aux Etats-Unis (que cette société soit américaine ou étrangère), propose un certain nombre de solutions aux dysfonctionnements identifiés dans la régulation des marchés financiers américains, notamment concernant les conditions de certification des comptes et l'indépendance des auditeurs :

- **la loi met fin au système d'auto-régulation** en instituant le *Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB)*, composé de cinq membres nommés pour cinq ans par la *Securities and exchange commission (SEC)* après consultation du président de la Réserve fédérale et du Secrétaire au Trésor. Le PCAOB est chargé de l'établissement des règles de la profession et de la surveillance des auditeurs. Il est financé par les cotisations des sociétés cotées ;
- **la loi interdit la plupart des services de conseil** que pourraient proposer les firmes d'audit à leurs clients ;
- **elle impose une rotation des associés signataires** des audits et commande une étude au *Comptroller General*¹ sur les coûts et avantages d'une rotation des firmes elles-mêmes ; elle contraint le recrutement des auditeurs par leurs clients.

1. La mise en place du Haut conseil du commissariat aux comptes

a) Les compétences du Haut conseil

L'article 100 de la LSF institue auprès du garde des sceaux un Haut conseil du commissariat aux comptes (H3C). Le Haut Conseil a pour mission « *d'assurer la surveillance de la profession avec le concours de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes* », qui reçoit, par ailleurs, une consécration législative. Il « *veille au respect de la déontologie et de l'indépendance des commissaires aux comptes* ». La LSF a ainsi institué une **régulation duale, impliquant simultanément la profession et les autorités publiques.**

¹ Qui exerce notamment les fonctions de directeur général du *General Accounting Office*.

Le Haut conseil est en particulier chargé :

« - d'identifier et de promouvoir les bonnes pratiques professionnelles ;

« - d'émettre un avis sur les normes d'exercice professionnel élaborées par la Compagnie nationale des commissaires aux comptes avant leur homologation par arrêté du garde des sceaux, ministre de la justice. »

Le Haut conseil oriente et supervise les contrôles périodiques. Enfin, il est l'instance d'appel en matière d'inscription et de discipline des commissaires aux comptes.

b) La mise en place du Haut conseil

Le décret n° 2003-1121 du 25 novembre 2003 a précisé l'organisation et le fonctionnement du H3C, dont les membres ont été nommés par un décret du 29 novembre 2003.

Composition du H3C

L'article 100 de la loi de sécurité financière fixe la composition du H3C (article L. 821-3 du code de commerce) dont les membres sont nommés pour six ans. En application de cette disposition, ont été nommés membres du H3C :

- Mme Christine Thin, conseiller à la Cour de cassation, présidente ;
- M. Jean-Michel De Mourgues et Mme Michelle Signoret, en qualité de magistrats ;
- M. Jérôme Hass, directeur adjoint à la direction du Trésor ;
- M. Hervé Synvet, en qualité de professeur des universités ;
- M. Christian Aubin, M. Christian Laubie et M. Jean-Pierre Valeriola, en qualité de personnes qualifiées ;
- M. Michel Léger, M. Jean-Paul Griziaux et M. Didier Kling, en qualité de commissaires aux comptes.

Par ailleurs, le président de l'Autorité des marchés financiers est membre de droit du collège du H3C. Un commissaire du gouvernement siège avec voix consultative.

c) Les premiers travaux du H3C

Le H3C a démarré ses travaux de façon tout à fait satisfaisante et conforme à ce que prévoyait la loi de sécurité financière, dont les dispositions sont entrées pleinement en vigueur sur ce point.

Le règlement intérieur du Haut conseil a été homologué par arrêté du 24 février 2004. Ce règlement intérieur traite du fonctionnement du H3C ainsi que des conflits d'intérêt susceptibles de concerner ses membres. Il fixe par ailleurs les conditions de création et de fonctionnement des commissions consultatives spécialisées, étant entendu que le décret précité du

25 novembre 2003 a établi que deux au moins de ces commissions spécialisées sont relatives respectivement à l'appel public à l'épargne et aux associations. En outre, une commission juridique a été créée, ainsi qu'une commission s'intéressant aux PME. **L'optique retenue est celle de commissions par secteurs d'activité**, la création d'autres commissions étant déjà envisagée, par exemple pour le secteur de la santé. Ces commissions consultatives peuvent bénéficier de l'assistance d'experts. L'élaboration du règlement intérieur du H3C a également été l'occasion d'une réflexion sur les liens avec la CNCC. La « co-régulation » mise en place par la LSF n'engendre pas sur ce point de difficulté importante, dans la mesure où les relations entre les deux organismes sont étroites.

Dans le cadre de sa mission de surveillance de la profession de commissaire aux comptes, le Haut conseil a rendu deux décisions concernant la campagne de contrôle 2003-2004 (13 mai 2004 et 10 juin 2004). **Il a également rendu trois avis sur des avis techniques de la CNCC**. Ces avis, rendus au titre de la promotion des bonnes pratiques professionnelles, ont porté sur les sujets suivants :

- un avis a porté sur l'obligation faite au commissaire aux comptes de « *justifier ses appréciations* » (4 mars 2004) ;

- un autre avis a concerné le nouveau rapport établi par le commissaire aux comptes sur le rapport émis par le président du conseil d'administration ou du conseil de surveillance relatif aux procédures de contrôle interne (4 mars 2004) ;

- enfin, le Haut conseil s'est également prononcé sur les diligences du commissaire aux comptes en matière de communication financière durant la période de transition précédant l'application obligatoire des normes comptables internationales (8 juin 2004).

d) Difficultés et perspectives

La création du H3C était indispensable et **a permis d'anticiper sur l'évolution de la législation européenne**, annoncée en mai 2003 par une communication de la Commission intitulée « *Renforcer le contrôle légal des comptes dans l'UE* » et précisée par une proposition de révision de la huitième directive¹ qui exige un contrôle public rigoureux de la profession.

Toutefois, on peut s'interroger sur le choix fait d'instituer le H3C, auprès du ministère de la justice sur les crédits duquel il fonctionne (article L. 821-5 du code de commerce). A bien des égards, les réserves formulées

¹ Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant le contrôle légal des comptes annuels et des comptes consolidés et modifiant les directives du Conseil 78/660/CEE et 83/349/CEE (article 31).

l'année dernière par votre rapporteur général dans son rapport sur le projet de loi de sécurité financière demeurent valables :

*« Une des interrogations les plus fortes de votre rapporteur général porte sur **la coordination entre les missions du Haut conseil** relatives à la surveillance, au respect de la déontologie et de l'indépendance et aux bonnes pratiques professionnelles **et les missions de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes**, qui sont précisées à l'article L. 821-6. Celle-ci concourt au bon exercice de la profession, à sa surveillance ainsi qu'à la défense de l'honneur et de l'indépendance de ses membres.*

*« Le verbe « concourir » exprime l'idée que **la Compagnie sera, en quelque sorte, le « bras armé » du Haut conseil**. Il devra donc exister un réel lien de subordination et non de concurrence, s'agissant, en particulier, de la surveillance, de la déontologie ou de l'indépendance du commissariat aux comptes. Il est permis de s'interroger sur la réalité de cette belle architecture : si la Compagnie nationale dispose de ressources significatives et de compétences déjà bien ancrées, le Haut conseil fonctionnera avec les crédits budgétaires que le garde des sceaux voudra ou pourra lui donner...*

*« (...) Bref, cette casuistique bien subtile, si elle semble globalement acceptée par les professionnels qui l'ont négociée avec le gouvernement, **laisse votre rapporteur assez sceptique sur l'intérêt concret de tels mécanismes**. Ils auront sans doute le mérite de susciter de nombreux commentaires de la part des universitaires spécialisés et, en cas de réels problèmes, de permettre aux uns et aux autres de se rejeter réciproquement les responsabilités... »¹*

Il faut ajouter que le H3C, contrairement à la CNCC, est dépourvu de personnalité morale et **qu'il n'est pas certain qu'il constitue réellement une autorité administrative indépendante**. Si la CNCC a, jusqu'ici, suivi les avis du H3C, le recours par la compagnie à des « avis techniques » plutôt qu'à des normes d'exercice professionnel tend à diminuer la portée des avis du Haut conseil, dans la mesure où ces avis techniques ne sont pas homologués par le garde des sceaux.

Or ne faudrait-il pas envisager, à l'avenir, de rapprocher le H3C de l'Autorité des marchés financiers, dont elle pourrait profiter des moyens et de l'expertise ? L'AMF dispose en effet d'une solide expérience et de services étoffés. Une telle évolution rapprocherait le modèle français du modèle américain et ferait du H3C un réel contrepoids à l'autorégulation.

Par ailleurs, **la création du H3C et de l'AMF a entraîné la disparition du comité de déontologie de l'indépendance**, institution mise en place par la Commission des opérations de bourse (COB) et la Compagnie

¹ Rapport n° 206 (2002-2003).

nationale des commissaires aux comptes (CNCC) en 1999 et dont la mission était de « *contribuer par ses avis et ses propositions à garantir l'indépendance des commissaires aux comptes des sociétés faisant appel public à l'épargne et l'objectivité de leurs conclusions, notamment en facilitant l'exercice par la CNCC et la COB des missions qui leur sont imparties en ce domaine* »¹. Cet organisme présentait l'intérêt d'émettre des avis individuels, d'étudier des cas concrets, et de faire le lien entre le régulateur comptable et le régulateur financier. Il est souhaitable que le H3C reprenne pleinement les fonctions assurées par cette instance et se rapproche, pour ce faire de l'AMF.

De plus, **les moyens de travail du H3C devront être renforcés**, quelle qu'en soit la forme, par le recours à des prestations du service des affaires comptables de l'AMF. Il serait également concevable qu'une convention entre les deux autorités prévoie le transfert par l'AMF au H3C d'une quote-part de ses produits, afin de limiter la dépendance budgétaire dans laquelle se trouve le Haut conseil à l'égard des crédits de l'administration centrale de la justice.

Enfin, **il faudra, à l'avenir, que le H3C s'inspire du modèle de l'AMF**, au sein de laquelle a été instituée une commission des sanctions, afin de sécuriser ses procédures au regard de l'article 6 de la convention européenne des droits de l'homme. Le H3C détient, en effet, une double compétence, générale et individuelle, ce qui nécessite une séparation claire de ses fonctions et des différentes étapes des procédures, par la création d'une structure chargée de l'instruction.

Le système de la LSF est donc encore assez largement perfectible en la matière.

2. Une redéfinition des missions et de l'indépendance des commissaires aux comptes

a) La séparation de l'audit et du conseil

La loi de sécurité financière a renforcé les garanties d'indépendance individuelle des commissaires aux comptes en précisant les **incompatibilités** objectives et subjectives les concernant et en prévoyant une **rotation** des commissaires aux comptes signataires au minimum tous les six ans.

La loi a notamment eu pour objet de prévenir les conflits d'intérêt en interdisant au commissaire aux comptes « *de fournir à la personne qui l'a chargé de certifier ses comptes, ou aux personnes qui la contrôlent ou qui sont contrôlées par celle-ci (...) tout conseil ou toute autre prestation de services n'entrant pas dans les diligences directement liées à la mission de*

¹ Article 2 des statuts du CDI, Bull. COB, n° 332, février 1999.

commissaire aux comptes (...) » (article L. 822-11 du code de commerce). Cette interdiction est étendue au réseau national ou international du commissaire aux comptes, c'est-à-dire qu'une société de commissaires aux comptes appartenant à un réseau ne peut certifier les comptes d'une entreprise lorsque celle-ci reçoit des prestations de services d'un membre de ce réseau.

En revanche, **contrairement à ce qu'avait préconisé votre commission des finances** lors de l'examen du projet de loi en première lecture au Sénat, un commissaire aux comptes pourra certifier les comptes d'une personne contrôlant – ou contrôlée par – le bénéficiaire d'une prestation de services fournie par le réseau dont il est membre. **M. Dominique Perben, garde des sceaux, s'était opposé à l'extension de l'interdiction**, dans les termes suivants :

« Je crois qu'on veut aller trop loin. Introduire dans la loi une telle règle reviendrait à figer en quelque sorte la vie économique, ce qui n'est pas raisonnable. Un principe est posé par la loi, et la rédaction retenue dans le projet de loi me paraît suffisante. »

Toutefois, les objections alors formulées par votre rapporteur général demeurent valables, s'agissant notamment de filiales très significatives : *« Si nous nous contentions d'appliquer le principe d'interdiction au niveau de Renault SA, société consolidante du groupe, sans l'appliquer au niveau d'une de ses filiales industrielles, telle que Nissan - très significative pour déterminer le résultat consolidé et les principales grandeurs du bilan consolidé -, nous nous serions alors arrêtés en chemin et le principe que nous avons posé pour prévenir les conflits d'intérêts ne recevrait qu'une application très incomplète¹ ».*

Par ailleurs, **la loi Sarbanes-Oxley avait procédé à la même interdiction**, mais assortie d'une définition précise des activités prohibées (section 201). En France, il revient à la CNCC d'émettre une norme d'exercice professionnel précisant la portée de la loi (après avis du H3C). **Cette norme, dite « norme périmètre » est actuellement en cours d'élaboration.** Un projet, consistant en une liste des diligences *« directement liées à la mission »*, a été transmis au H3C. Mais il semblerait, qu'*in fine*, une autre approche puisse être retenue, consistant à établir autant de normes qu'il y a de missions et à reporter d'autant l'adoption d'une norme générale. Votre rapporteur général sera particulièrement attentif à l'application de la loi en la matière et tient à mettre en garde contre des interprétations trop réductrices.

Enfin, si le statut des commissaires aux comptes fournit un modèle professionnel d'indépendance, **on peut éventuellement s'interroger sur les conditions d'exercice de la profession d'expert-comptable**, dont le champ a été étendu par l'ordonnance n° 2004-279 du 25 mars 2004 (*« l'expert-*

¹ *Journal officiel, Sénat, 19 mars 2003.*

comptable peut aussi accompagner la création d'entreprise sous tous ses aspects comptables ou à finalité économique et financière »¹). On a pu dire que cette évolution révélait la fragilité de la barrière placée entre le contrôle des comptes et le conseil².

b) Des missions nouvelles

Certes, la loi de sécurité financière a encadré beaucoup plus strictement qu'auparavant l'exercice de la profession de commissaire aux comptes. Mais il semble que cette loi n'en soit pas moins perçue par la profession comme une opportunité, dans la mesure où, **en renforçant la crédibilité des auditeurs, elle permet d'accroître leurs responsabilités**. Ainsi notamment, avant l'adoption de la LSF, les commissaires aux comptes devaient être convoqués aux seules réunions du conseil d'administration ou du directoire arrêtant les comptes annuels. Depuis la loi, l'article L. 225-238 du code de commerce prévoit que les commissaires aux comptes sont convoqués à **toutes les réunions** du conseil d'administration ou du directoire et du conseil de surveillance qui examinent ou arrêtent des comptes annuels ou intermédiaires, ainsi qu'à toutes les assemblées d'actionnaires.

(1) La justification des appréciations

Depuis la loi de sécurité financière (article 120), l'article L. 225-235 du code de commerce dispose que les commissaires aux comptes doivent « *justifier de leurs appréciations* » dans le cadre de l'exercice de leur mission de certification.

La CNCC a rendu un avis technique, prenant en compte les remarques formulées par le H3C et précisant la portée de l'obligation légale et ses modalités d'application s'agissant des trois points suivants :

- **appréciations de nature à faire l'objet d'une justification :**
« *Parmi les appréciations de nature à nécessiter une justification du commissaire aux comptes figurent celles se rapportant à des **éléments significatifs des comptes**, reflétant des événements ou des décisions importantes prises par l'entité au cours de l'exercice, et donc déterminants pour la compréhension des comptes* ».

La CNCC précise que la justification des appréciations ne doit pas se substituer à la formulation de réserves : « *L'explicitation de certaines appréciations ne saurait donc se substituer à la nécessité de formuler une opinion avec réserve ou un refus de certifier. La justification des appréciations ne doit pas être une réserve déguisée* » ;

¹ Article 5 de l'ordonnance n° 2004-279 du 25 mars 2004 portant simplification et adaptation des conditions d'exercice de certaines activités professionnelles.

² « A propos de la guerre du chiffre et du droit », A. Bernard, *Recueil Dalloz* 2004 n° 22 p. 1580.

- **formulation de la justification des appréciations dans le rapport** : « *Il convient, dans la formulation retenue, d'éviter toutes interprétations qui seraient de nature à porter un préjudice à la personne morale lors de la certifications sans réserve de ses comptes* » ;

- **place de la justification des appréciations dans le rapport** : « *Les développements relatifs à la justification des appréciations du commissaire aux comptes doivent figurer dans une nouvelle deuxième partie distincte, placée après celle relative à l'expression de l'opinion du commissaire aux comptes* ».

Ainsi, le travail de la CNCC et du H3C a consisté à **préciser la distinction entre les justifications sans réserves et les justifications avec réserves**, étant entendu que le nouveau dispositif légal s'applique à toutes les hypothèses, c'est-à-dire aussi bien à la certification sans réserve qu'à la certification avec réserve et au refus de certification.

(2) Le rapport sur le contrôle interne

L'article 120 de la loi de sécurité financière (article L. 225-235 du code de commerce) dispose que les commissaires aux comptes présentent, dans un rapport joint à leur rapport sur les comptes, leurs observations sur le rapport du président du conseil d'administration ou de surveillance sur le contrôle interne, pour celles des procédures de contrôle interne qui sont relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière.

Il s'agit là d'une mission véritablement nouvelle, qui a conduit certains cabinets d'audit à revoir leur organisation interne, afin de mettre en place des structures dédiées au contrôle des risques. Néanmoins tous les cabinets, notamment ceux de taille moyenne, n'ont pas effectué cet investissement.

Un avis technique de la CNCC, prenant en compte les remarques formulées par le H3C, précise la portée de ce « rapport sur le rapport », indiquant que « *les observations formulées par le commissaire aux comptes dans son rapport portent sur les informations et, le cas échéant, les déclarations, contenues dans le rapport du président, portant sur les procédures de contrôle interne relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière, et concernent la sincérité de ces informations et déclarations. Les observations du commissaire aux comptes ne portent donc pas sur les procédures de contrôle interne en tant que telles.* » Cette appréciation s'étend, le cas échéant, à l'évaluation par le président des procédures de contrôle interne de l'entreprise. Le commissaire au compte examine alors « *la pertinence du processus d'évaluation mis en place et des tests réalisés* ».

L'avis technique rendu par la CNCC propose quelques **formules types** pour un rapport sans observation, un rapport avec observations ou relevé d'incohérences ou un rapport de carence (absence de rapport du président).

Cet avis, inspiré sur le fond par le H3C, incite les commissaires aux comptes à s'en tenir à l'examen de la sincérité des informations données, sans évaluer les procédures de contrôle interne elles-mêmes. **Cette interprétation, qui risque d'aboutir à un contrôle purement formel relativisant la portée de la loi, n'est pas très satisfaisante.** L'esprit de la loi est en effet de permettre un double jugement sur les procédures de contrôle interne de l'entreprise, ou du moins sur certains aspects parmi les plus problématiques, de ces procédures.

Comme sur le sujet du rapport du président sur le contrôle interne, il semble que l'on assiste à un **phénomène paradoxal**, consistant à reprocher au législateur d'imposer aux entreprises des formalités supplémentaires, tout en faisant le maximum pour vider effectivement certaines dispositions de la loi de leur substance...

C. DES COMPTES REFLÉTANT MIEUX L'ACTIVITÉ ECONOMIQUE DES SOCIÉTÉS

1. La définition du périmètre de consolidation

L'article 133 de la loi de sécurité financière a modifié le 3° du II de l'article L. 233-16 afin de supprimer la condition selon laquelle, pour exercer une influence dominante sur une entreprise et donc faire entrer cette dernière dans le périmètre de consolidation, la société dominante devait être actionnaire ou associée de cette entreprise. **La consolidation n'est ainsi plus exclusivement conditionnée à la détention de capital.**

Adoptée en réaction aux montages tels que ceux élaborés par le groupe Enron, cette disposition a visé à éviter que des montages sous forme de véhicules *ad hoc* permettent d'exclure artificiellement des éléments du patrimoine de la société. Le périmètre de consolidation est élargi, la capacité d'exercer une influence dominante sur une entreprise en vertu d'un contrat ou de clauses statutaires, lorsque le droit applicable le permet, étant suffisant pour faire entrer cette entreprise dans le périmètre de consolidation, même en l'absence de tout lien capitalistique.

Cette disposition a pris en compte les résultats d'un groupe de travail conjoint de la COB et de la Commission bancaire en 2002, qui a examiné les modalités d'enregistrement de l'information financière relative à certains types d'opérations de déconsolidation et de sortie d'actifs, selon les normes

comptables françaises. Ces travaux ont abouti à **une recommandation commune du 15 novembre 2002 sur les bonnes pratiques en matière de sortie d'actifs et de consolidation des entités *ad hoc***.

Cette disposition répond par ailleurs aux exigences des normes comptables internationales IAS/IFRS¹ (IAS 27² et interprétation SIC 12³), applicables à compter du 1^{er} janvier 2005 pour les sociétés cotées.

Lors de son assemblée plénière du 6 avril 2004, le Conseil national de la comptabilité (CNC) a tiré, en matière de consolidation d'entités *ad hoc*, les conséquences de la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 en approuvant trois avis, n° 2004-8, 2004-9 et 2004-10, relatifs à la modification des règlements concernant la consolidation des entités contrôlées par les sociétés commerciales et entreprises publiques, les entreprises d'assurances et les établissements relevant du Comité de la réglementation bancaire et financière. L'ensemble des entreprises concernées sont désormais soumises aux mêmes dispositions. Ces dernières ont été adoptées par le Comité de la réglementation comptable le 4 mai 2004. Le CNC a enrichi la définition des entités *ad hoc* et précisé les critères de contrôle sous-tendant cette notion. Il a cherché à ne pas pénaliser les entreprises françaises **en n'incluant pas de façon systématique dans le périmètre de consolidation les opérations de titrisation et en ne remettant pas en cause l'économie de la cession effectuée.**

**La définition des entités *ad hoc*
Paragraphe 10052 des règlements n° 99-02, n° 99-07 et n° 2000-05
du Comité de la réglementation comptable**

« Une entité ad hoc est une structure juridique distincte, créée spécifiquement pour gérer une opération ou un groupe d'opérations similaires pour le compte d'une entreprise. L'entité ad hoc est structurée ou organisée de manière telle que son activité n'est en fait exercée que pour le compte de cette entreprise, par mise à disposition d'actifs ou fourniture de biens, de services ou de capitaux (...)

« Une entité ad hoc est comprise dans le périmètre de consolidation dès lors qu'une ou plusieurs entreprises contrôlées ont en substance en vertu de contrats, d'accords, de clauses statutaires, le contrôle de l'entité (...)

« Afin de déterminer l'existence d'un tel contrôle, il est nécessaire d'apprécier l'économie d'ensemble de l'opération à laquelle l'entité ad hoc participe et d'analyser les caractéristiques de la relation entre cette dernière et l'entité consolidante.

¹IFRS (International financial reporting standards) : nouveau nom des IAS (International accounting standards) depuis 2001. Les normes adoptées antérieurement par l'IASB (International accounting standards board) continuent à s'intituler « IAS », tandis que les nouvelles adoptent la dénomination « IFRS ».

²IAS 27 « Consolidated and separate financial statements ».

³SIC12 « Consolidation – Special purpose entities ». SIC (Standing interpretations committee) désigne le comité qui interprète les normes internationales et dont le nouveau nom est IFRIC (International financial reporting interpretation committee).

« Dans cette optique, les critères suivants seront pris en considération :

« - **L'entreprise dispose en réalité des pouvoirs de décision**, assortis ou non des pouvoirs de gestion sur l'entité ad hoc ou sur les actifs qui la composent, même si ces pouvoirs ne sont pas effectivement exercés. Elle a par exemple la capacité de dissoudre l'entité, d'en changer les statuts, ou au contraire de s'opposer formellement à leur modification ;

« - **L'entreprise a, de fait, la capacité de bénéficier de la majorité des avantages économiques** de l'entité, que ce soit sous forme de flux de trésorerie ou de droit à une quote-part d'actif net, de droit de disposer d'un ou plusieurs actifs, de droit à la majorité des actifs résiduels en cas de liquidation ;

« - **L'entreprise supporte la majorité des risques** relatifs à l'entité ; tel est le cas si les investisseurs extérieurs bénéficient d'une garantie, de la part de l'entité ou de l'entreprise, leur permettant de limiter de façon importante leur prise de risques.

« **L'existence d'un mécanisme d'autopilotage** (prédétermination des activités d'une entité ad hoc) **ne préjuge pas du contrôle effectif** de cette entité par une contrepartie donnée. Bien souvent en effet, les limites imposées aux activités de l'entité ad hoc sont conçues de manière à servir et protéger les intérêts des parties prenantes sans qu'aucune d'entre elles ne puissent prendre seule le contrôle de l'entité. L'analyse des critères définis précédemment est dès lors nécessaire pour caractériser l'existence d'un contrôle entraînant la consolidation. En particulier, lorsqu'un tel mécanisme oriente les décisions dans l'intérêt d'une des parties, cette dernière est considérée comme exerçant un contrôle de fait.

« **Le premier critère relatif aux pouvoirs de décision est prédominant**. Il est également nécessaire de prendre en considération le deuxième ou le troisième critère. En conséquence, une entité ad hoc est consolidée si les conditions du premier et du deuxième critères, ou du premier et du troisième critères, sont remplies.

« En outre, dès lors que le deuxième et le troisième critères se trouvent réunis, l'entité ad hoc est également consolidée, car considérée comme contrôlée.

« La détermination du contrôle par l'analyse des critères exposés ci-dessus s'applique par exemple aux entités créées dans le cadre de régimes d'avantages postérieurs à l'emploi ou de régimes d'avantages payés en instruments de capitaux propres.

« En ce qui concerne les entités ad hoc issues d'opérations de cession de créances, compte tenu de leur nature, de leur objet (acquisition d'un portefeuille de créances) et de leur cadre juridique et réglementaire, la perte du pouvoir de décision est déterminante pour décider de l'exclusion de ces entités du périmètre de consolidation ou de leur inclusion ; ce critère est mis en œuvre et apprécié en substance, étant notamment précisé que la conservation de la majorité des risques et des avantages économiques afférents aux créances cédées constitue une présomption de conservation d'une partie significative du pouvoir effectif de décision.

« Ces dispositions concernent :

« - **les fonds communs de créances** se conformant aux dispositions du chapitre IV du titre Ier du livre II du code monétaire et financier ;

« - les organismes étrangers ayant pour objet unique d'émettre, en vue de l'achat de créances dans le cadre de lois ou règlements locaux spécifiques qui présentent des garanties équivalentes à celles existant en France, des titres dont le remboursement est assuré par celui des créances acquises.

« - Quelle que soit leur nature, les garanties données directement ou indirectement par le cédant au bénéfice des porteurs de parts ou des détenteurs de titres émis par le fonds commun de créances ou l'organisme étranger visés ci-dessus sont évaluées dès la cession et à chaque date d'arrêté, et provisionnées en tant que de besoin lorsqu'elles présentent un risque avéré. »

Source : Conseil national de la comptabilité

2. La persistance de zones d'ombre

a) Flux offshore : des initiatives actuellement insuffisantes

L'affaire Parmalat, après Enron, a rappelé que les législations nationales se heurtaient à l'opacité de certains flux financiers mondiaux, transitant par des « *special purpose vehicles* » et rendant ineffectifs les contrôles existants. Le commissaire européen pour le marché intérieur, M. Frits Bolkestein, s'est engagé le 11 février 2004 devant le Parlement européen à renforcer le dispositif de contrôle des sociétés offshore et l'audit des avoirs qui y sont détenus, dans le cadre d'une troisième directive sur le blanchiment des capitaux. La révision de la huitième directive¹ sera également l'occasion de poser quelques jalons en renforçant l'indépendance et la supervision du contrôle des comptes. **Il faut rappeler que le transit par des zones offshore peut répondre à plusieurs objectifs de natures différentes** : évasion fiscale, optimisation comptable, ou blanchiment voire financement du terrorisme.

Dans le cadre du lancement officiel du dialogue entre le CESR² et la SEC le 7 juin 2004, l'activité des centres offshore est apparue comme un domaine commun de préoccupation, sans engagement formel toutefois. L'activité des paradis bancaires et fiscaux est également l'un des sujets de préoccupation du Forum de stabilité financière (FSF).

¹ Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant le contrôle légal des comptes annuels et des comptes consolidés et modifiant les directives du Conseil 78/660/CEE et 83/349/CEE

² Comité des régulateurs européens (Committee of European securities regulators).

Ces initiatives sont insuffisantes, à ce stade, pour assurer véritablement la transparence et le contrôle des flux financiers vers les centres offshore. **Pour progresser dans cette voie, il faut nécessairement mettre en place des moyens concrets de connaissance de ces flux.**

La LSF a institué quelques mesures préventives, en renforçant le contrôle de certaines professions (commissaires aux comptes, conseillers en investissement financier) ou en élargissant le périmètre de consolidation des comptes. Mais la question des flux financiers vers les zones offshore n'y est pas traitée en tant que telle. Toute initiative nationale serait d'ailleurs insuffisante, considérant l'internationalisation des activités financières et le risque de désavantage compétitif pour notre territoire. Un plan d'action communautaire constituerait donc une meilleure approche. Votre rapporteur général considère néanmoins que **la France aurait intérêt à alimenter et à accélérer le débat** par des propositions législatives sans portée normative immédiate.

b) Des solutions nécessairement contraignantes

Il ne s'agit pas de stigmatiser les « paradis bancaires et fiscaux », mais d'identifier les « pays et territoires non coopératifs », selon un critère ne prenant pas seulement en compte la question du blanchiment ou du financement du terrorisme. Une première étape pourrait consister à établir une **liste communautaire** de ces pays et territoires, dont certains se trouvent d'ailleurs en Europe ou sous la souveraineté de membres de l'Union européenne. Une telle liste serait bien évidemment révisable et pourrait s'inspirer des travaux, d'une part, de l'OCDE et, d'autre part, du GAFI (groupe d'action financière sur le blanchiment de capitaux), dont la « liste noire » ne comporte toutefois plus que sept pays et procède d'une double logique technique et diplomatique.

Transparency International France, présidé par M. Daniel Lebègue, a formulé dix recommandations tendant à limiter les flux vers les « paradis bancaires et fiscaux », qui seraient, d'après cette association, au nombre d'une soixantaine. Parmi ces propositions, on peut relever :

- aucune banque ne devrait plus s'installer ou se maintenir dans les territoires non coopératifs ;
- les règles de traçabilité des fonds applicables aux banques devraient être rendues opposables aux établissements de *clearing* ;
- les entreprises et établissements financiers faisant appel public à l'épargne devraient compléter leur rapport annuel par un chapitre relatif aux diligences réalisées pour satisfaire aux engagements d'intégrité souscrits dans le cadre de la convention OCDE, et plus particulièrement sur leurs relations avec les centres offshore ;

- la communauté internationale pourrait promouvoir des aides spécifiques et conditionnelles à des modes de développement alternatifs aux territoires offshore.

En tout état de cause, une initiative concernant les conventions impliquant des flux vers des territoires non coopératifs devrait consister à **responsabiliser en premier lieu l'émetteur, en deuxième lieu les commissaires aux comptes et, en troisième lieu, le régulateur des marchés financiers**. L'objectif serait d'instituer une plus grande transparence sur les conventions, contrats et garanties portant sur des flux significatifs avec des territoires non coopératifs, que le marché sanctionnerait le cas échéant.

La principale difficulté à surmonter réside dans l'existence du secret bancaire et du secret professionnel, actuellement opposable aux investigations des commissaires aux comptes. Les auditeurs n'ont, en effet, pas accès aux données des banques et ne peuvent pas réellement recouper leurs informations, faute de réel pouvoir d'investigation. **Il paraît indispensable de lever cet obstacle pour permettre une réelle efficacité des mesures envisagées.**

IV. LE DÉPLACEMENT DU CENTRE DE GRAVITÉ DU GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE VERS LES ACTIONNAIRES

Les scandales financiers de ces dernières années ont incité les législateurs de plusieurs pays à donner aux actionnaires et investisseurs des garanties supplémentaires de bonne gestion des entreprises. Une étude américaine¹ a d'ailleurs contribué à légitimer cette approche en établissant une **corrélation entre la place de l'actionnaire dans le gouvernement d'entreprise et la performance financière et boursière** de celle-ci. Selon cette étude, les performances des entreprises assurant une bonne protection de leurs actionnaires sont supérieures de 8,5 % sur la décennie 1990 à celles des autres entreprises.

Le point d'orgue de cette évolution en faveur des actionnaires a sans doute été l'éviction des dirigeants d'Eurotunnel par l'assemblée générale de cette entreprise le 7 avril 2004, sur la base des dispositions de la loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques, qui a autorisé les représentants de 5 % du capital seulement d'une entreprise à convoquer une assemblée générale. Le cas « Eurotunnel » a aussi mis en évidence **les limites du pouvoir exercé par les actionnaires, le gouvernement des entreprises n'étant pas à l'abri d'une certaine dérive démagogique.**

¹ « Corporate governance and equity prices », *Paul Gompers, Joy Ishii et Andrew Metrick (Quarterly Journal of economics, février 2003).*

La loi de sécurité financière a tenté de contribuer à définir un équilibre en ce domaine, **en imposant de nouvelles obligations de transparence aux dirigeants et en instituant de nouveaux droits en faveur des actionnaires.**

A. DE NOUVELLES OBLIGATIONS POUR LES DIRIGEANTS

1. La formalisation des travaux du conseil

Le nouveau rapport, déjà mentionné plus haut, prévu par l'article 117 de la loi de sécurité financière, traite notamment des « *conditions de préparation et d'organisation des travaux du conseil* ». Dans les sociétés à conseil d'administration, le rapport « *indique en outre les éventuelles limitations que le conseil d'administration apporte aux pouvoirs du directeur général* ».

Il s'agit de **faire état, dans ce rapport, non seulement d'informations factuelles sur l'activité du conseil, mais aussi d'un certain nombre de normes formant les prémices d'un « règlement intérieur », lorsque celui-ci n'existe pas déjà par ailleurs.** Le rapport Bouton¹ préconisait en effet l'existence d'un tel règlement intérieur et formulait des recommandations sur son contenu. Cette formalisation a notamment pour objectif de faire en sorte que les conseils débattent suffisamment des questions stratégiques et que les administrateurs reçoivent toute l'information qui leur est nécessaire pour le bon accomplissement de leur mission. La loi a consacré cet objectif, **décliné dans ses modalités par le régulateur boursier.**

La recommandation de l'AMF du 23 janvier 2004² se réfère à la recommandation émise par la COB le 16 janvier 2003³. Ces documents renvoient aux travaux conjoints de l'AFEP et du MEDEF, notamment au rapport du groupe de travail précité présidé par Daniel Bouton. La COB a en particulier préconisé que les sociétés faisant appel public à l'épargne décrivent de façon transparente les **règles de gouvernement d'entreprise** qu'elle appliquent ou, dans l'hypothèse où elles auraient un dispositif différent de celui préconisé par le rapport Bouton, qu'elles en exposent les **motivations** (taille ou structure juridique de la société, composition et nature de l'actionnariat) et éventuellement les **évolutions** envisagées à court ou moyen terme en ce domaine.

¹ « Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées », rapport du groupe de travail présidé par Daniel Bouton, président de la Société Générale (23 septembre 2002).

² Recommandations pour l'élaboration des documents de référence relatifs à l'exercice 2003.

³ Recommandations pour l'élaboration des documents de référence relatifs à l'exercice 2002.

**Informations sur le gouvernement d'entreprise à faire figurer
dans le document de référence**

(1) La composition du conseil d'administration ou du conseil de surveillance

- Le document de référence donne des indications sur la composition du conseil qui comprennent la liste de l'ensemble des mandats et fonctions exercés dans toute société pour chacun d'eux.

- En complément de ces informations, les sociétés sont invitées à préciser le nombre d'administrateurs indépendants, les critères retenus pour qualifier un administrateur indépendant, si le conseil examiné la situation de chacun des administrateurs au regard de ces critères, le nombre d'administrateurs élus par les salariés, si un ou plusieurs censeurs ont été nommés, le ou les administrateurs dont la cooptation est soumise à ratification de l'assemblée générale, le nombre d'actions qui doivent être détenues par un administrateur.

(2) Le rôle et le fonctionnement du conseil d'administration

- Le règlement intérieur du conseil : le document de référence indique si ce règlement existe et en décrit les caractéristiques principales.

- L'évaluation du conseil d'administration : le document de référence indique les mesures qui ont été prises pour évaluer les performances du conseil d'administration ou bien les mesures d'évaluation qui sont prévues pour l'avenir. Le document de référence indique également le nombre de réunion tenues ainsi que le taux de présence des membres. Le document de référence expose aussi les règles de répartition des jetons de présence et les montants individuels des versements effectués à ce titre.

- Travaux et modes de fonctionnement du conseil d'administration et/ou des comités : pour chacun des comités, le document indique son appellation, le nom de ses membres, le nombre d'administrateurs indépendants, le taux de présence de ses membres, les attributions et modalités de fonctionnement du comité, ses missions et le nombre de réunions tenues au cours de l'exercice écoulé. Le document de référence expose l'activité de chaque comité et précise comment le comité des comptes ou de l'audit a rempli sa mission. S'agissant du comité examinant les rémunérations, le document donne les règles de fixation qui ont été définies pour la part variable de la rémunération des dirigeants, ainsi que la politique d'attribution des options.

Sources : AMF, COB

2. L'amélioration de l'information des actionnaires

a) La publicité du rapport sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne

Plusieurs autres dispositions de la LSF sont venues améliorer les droits d'information des actionnaires, notamment en matière de gouvernement d'entreprise et de contrôle interne.

Le rapport sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne est complété, comme il a été dit plus haut, par un rapport des commissaires aux

comptes, joint à leur rapport général, et qui comporte leurs observations concernant « *celles des procédures de contrôle interne qui sont relatives à l'élaboration et au traitement de l'information financière* ».

La **publicité** du rapport du président est identique à celle du rapport de gestion auquel il est joint, c'est-à-dire qu'il est envoyé aux actionnaires à leur demande (ou mis à leur disposition), présenté à l'assemblée générale ordinaire annuelle et déposé au greffe du tribunal de commerce dans le mois qui suit cette assemblée générale. En outre, pour les sociétés faisant appel public à l'épargne, ce rapport est rendu public. La recommandation de l'AMF du 27 janvier 2004¹ a précisé les points suivants :

- le rapport du président doit être mis à disposition au siège social et sous format électronique sur le site internet de l'AMF ainsi que sur le site internet de l'émetteur si celui-ci en possède un ;

- la société doit publier un communiqué informant le marché de la mise à disposition du rapport ;

- si la société publie un document de référence, les informations contenues dans le rapport devront y être insérées.

En application de l'article 122 de la LSF, **l'AMF établira chaque année un rapport sur la base des informations ainsi communiquées.**

b) La communication des conventions

(1) Le dispositif prévu par la loi

La loi NRE avait étendu le champ d'application des conventions réglementées aux conventions conclues par la société avec tout actionnaire disposant de plus de 5 % des droits de vote de la société ou avec toute société contrôlant, directement ou indirectement, une société actionnaire disposant de plus de 5 % des droits de vote de la société. La loi NRE avait, en outre, imposé la communication au président des conventions courantes conclues à des conditions normales. Cette loi prévoyait également qu'une liste de ces conventions soit transmise par le président au conseil et aux commissaires aux comptes et qu'elle soit mise à disposition des actionnaires avant l'assemblée.

La LSF a porté le seuil de soumission à autorisation des conventions passées avec un actionnaire à 10 % de détention des droits de vote par celui-ci (article 123 de la LSF modifiant l'article L. 225-38 du code de commerce). En outre, **s'agissant des conventions courantes, des difficultés constatées dans la pratique ont conduit à un assouplissement du dispositif** : désormais (article 123 de la LSF modifiant l'article L. 225-39 du

¹ « Gouvernement d'entreprise et contrôle interne : obligations de publication des émetteurs faisant appel public à l'épargne » (AMF, 27 janvier 2004).

code de commerce), les « *conventions courantes conclues à des conditions normales qui, en raison de leur objet ou de leurs implications financières, ne sont significatives pour aucune des parties* » échappent à l'obligation de communication.

(2) Un dispositif imprécis critiqué encore aujourd'hui

Malgré l'assouplissement apporté par la LSF, le mécanisme de communication des conventions courantes demeure critiqué en raison de son imprécision et de sa lourdeur.

Lors de l'adoption du dispositif initial de la loi NRE, **vo**tre rapporteur général avait formulé les réserves suivantes :

« Par ailleurs, votre commission s'inquiète des lourdeurs introduites par l'obligation, pour chaque intéressé à une convention portant sur des opérations courantes conclues à des conditions normales, de communiquer ladite convention au président du conseil d'administration ou, le cas échéant, du conseil de surveillance. La convention doit ensuite être transmise aux membres du conseil d'administration et aux commissaires aux comptes.

« Le risque existe que le président comme les membres du conseil d'administration se trouvent en quelque sorte "submergés" par un flux d'informations qu'ils seront dans l'incapacité d'analyser.

« En conséquence, le souci de transparence qui anime cette mesure risque de rester très formel et de ne pas avoir le résultat escompté »¹.

Ces réserves ont été réitérées lors de l'examen du projet de loi de sécurité financière, votre commission des finances ayant alors jugé qu'il serait préférable d'abroger simplement le dispositif de communication des conventions courantes prévu par la loi NRE :

« De fait, votre commission s'est informée des conditions dans lesquelles l'obligation de communication des conventions courantes est aujourd'hui respectée. Il apparaît malheureusement que ses craintes se sont confirmées : soit l'obligation de communication des conventions courantes n'est pas correctement respectée, et de nombreuses conventions ne sont pas transmises, soit les conventions courantes sont transmises mais le nombre de documents est si important et ceux-ci donnent si peu d'informations que ces documents ne sont pas exploités.

« En définitive, il apparaît donc qu'une mesure, destinée à l'origine à améliorer la transparence des entreprises, conduit dans les faits à une

¹Projet de loi relatif aux nouvelles régulations économiques - Rapport n° 5 (2000-2001).

situation dans laquelle l'information des associés et des actionnaires est diluée plutôt que renforcée.

« Votre commission estime donc, au vu de la mise en oeuvre concrète des dispositions de l'article 111 de la loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques, qu'il est préférable, tant pour la qualité de l'information du conseil d'administration et des actionnaires que pour simplifier une procédure excessivement lourde pour les entreprises, d'abroger simplement les dispositions concernant la communication des conventions courantes conclues à des conditions normales de marché.

« Au demeurant, il faut souligner qu'il appartient aux commissaires aux comptes de veiller, dans le cadre de leurs diligences, au partage des conventions courantes et réglementées entre l'une et l'autre catégories. Il leur appartient de s'assurer, grâce à leurs contrôles, de l'exhaustivité de la liste des conventions réglementées faisant l'objet de leur rapport spécial. »¹

Le dispositif finalement retenu par la LSF, c'est-à-dire l'obligation de communiquer les conventions courantes significatives pour l'une ou l'autre partie, **demeure lourd**, car les conventions concernées ne doivent être significatives pour aucune des deux parties. De plus, **la formulation reste trop imprécise**, bien qu'elle ait été améliorée par rapport au projet de loi initialement présenté par le gouvernement (qui évoquait les conventions « *de faible importance* »). Cette imprécision relativise la portée de l'assouplissement introduit par la LSF par rapport à la loi NRE. Elle conduit à créer, alors que la frontière entre les conventions réglementées et les conventions courantes n'est pas toujours évidente, **une troisième catégorie de conventions aux contours encore plus incertains**.

D'après les informations recueillies auprès des praticiens, ce sont des milliers de conventions intragroupes (conventions d'achat, de vente, de sous-traitance, de location de matériels, de prestations de services financiers, juridiques...) qui doivent être communiquées. Les présidents, les membres du conseil et les commissaires aux comptes se trouveraient donc **submergés par un nombre considérable d'informations** banales sur lesquelles ils ne peuvent pas exercer de contrôles effectifs. Par ailleurs, à ce jour, **il semblerait qu'aucun actionnaire n'ait demandé la communication de ces conventions courantes**.

C'est pourquoi il faudrait envisager, à l'avenir, de supprimer, ou, à défaut, de préciser, le dispositif de la loi NRE tel que modifié par la LSF.

¹ *Projet de loi de sécurité financière – Rapport n° 206 (2002-2003).*

3. La publicité des opérations réalisées par les dirigeants sur les titres de la société

L'article 122 de la LSF (article L. 621-18-2 du code monétaire et financier) a imposé aux sociétés faisant appel public à l'épargne de communiquer à l'AMF et de rendre publiques les transactions réalisées sur les titres de la société par les dirigeants (membres des conseils ou du directoire, directeur général ou gérant) et par les personnes ayant avec ceux-ci des « *liens personnels étroits* ».

Comme il a été vu plus haut (première partie), un décret à paraître doit préciser les modalités d'application de cet article.

A l'avenir, le champ d'application de la publicité prévue par l'article 122 de la LSF devra peut-être être étendu, en application des directives « *abus de marché* »¹.

La directive de niveau 2 (n° 2004/72) définit ainsi le champ d'application de l'obligation de publicité :

« Aux fins de l'application de l'article 6, paragraphe 10, de la directive 2003/6/CE, on entend par

« 1) « personne exerçant des responsabilités dirigeantes au sein d'un émetteur » : une personne qui est

« a) un membre des organes d'administration, de gestion ou de surveillance de l'émetteur ;

« b) un responsable de haut niveau qui, sans être membre des organes visés au point a), dispose d'un accès régulier à des informations privilégiées concernant directement ou indirectement l'émetteur et du pouvoir de prendre des décisions de gestion concernant l'évolution future et la stratégie d'entreprise de cet émetteur »².

Or la LSF réduit la définition des dirigeants aux seuls mandataires sociaux et directeurs généraux. **L'AMF souhaite que la loi soit modifiée pour inclure le directeur financier et le directeur des affaires comptables de l'émetteur dans le champ de l'obligation de transparence.** D'après les informations recueillies par votre rapporteur général, les premières discussions avec la Commission européenne et les autres Etats membres montrent que d'autres Etats, notamment le Royaume-Uni, envisagent d'appliquer la mesure au-delà des mandataires sociaux et des directeurs généraux. La mesure actuelle

¹ Directive n° 2003/6/CE du Parlement et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché du 28 janvier 2003 ; directive n° 2004/72/CE de la Commission du 29 avril 2004 portant modalités d'application de la précédente.

² Article premier de la directive 2004/72/CE précitée.

durcit d'ores et déjà considérablement les obligations de transparence par rapport à ce qui existait jusqu'à présent en France, notamment dans le cadre d'une recommandation produite par la COB. Celle-ci n'imposait qu'une publication semestrielle des opérations consolidées réalisées par l'ensemble des personnes concernées. Si la Commission estimait finalement qu'il était nécessaire d'étendre la mesure au-delà du champ retenu dans la LSF, une modification des dispositions en cause devrait être proposée.

Etat d'avancement de la transposition de la directive « Abus de marché »

1) Dispositions devant être transposées dans la loi

• *Mesures déjà prises (loi n° 2003-706 de sécurité financière du 1^{er} août 2003)*

- création d'une autorité compétente unique ;
 - pouvoirs d'enquête et de sanctions de l'autorité compétente ;
 - procédures au sein de l'autorité unique (secret professionnel des agents, publicité des sanctions) ;
 - collaboration avec les autorités homologues en Europe ;
 - transparence sur les opérations des dirigeants sur les titres de leur société
- *Mesures restant à transposer dans un texte législatif*
- obligation des émetteurs de constituer des listes d'initiés ;
 - déclaration de soupçon des intermédiaires financiers ;
 - base légale des infractions « objectives » (ne nécessitant pas la preuve d'une intention ou d'un impact négatif sur les marchés pour être constituées) ;
 - base légale des règles de déontologie applicable à la diffusion de recommandations d'investissement par les analystes et les journalistes financiers ;
 - suppression du visa de l'AMF pour les opérations de rachat ;

2) Dispositions relevant d'un décret

• *Mesures déjà prises (décret n° 2003-1109 du 21 novembre 2003 relatif à l'AMF)*

- procédures d'enquête et de sanction de l'AMF
- procédure de coopération avec les autorités étrangères ;

• *Mesures restant à transposer par décret (sous réserve de dispositions d'application des mesures législatives listées ci-dessus) :*

- transparence sur les opérations des dirigeants sur les titres de leur société ;

3) Dispositions relevant du règlement général de l'AMF

- définition de la notion d'information privilégiée ;
- définition des manquements d'opérations d'initiés et de manipulation de marché ;
- définition de pratiques de marché admises ;
- règles relatives à l'information permanente et à la diffusion de l'information privilégiée ;
- traitement et contenu des listes d'initiés
- contenus de l'information transmise par les dirigeants d'une société opérant sur leurs titres ;
- règles relatives à la diffusion de recommandations d'investissement par les analystes et les journalistes financiers ;
- organisation des opérateurs de marché afin de détecter les manipulations de marché ;

Source : ministère de l'économie, des finances et de l'industrie

B. DE NOUVEAUX DROITS POUR LES ACTIONNAIRES

1. L'assouplissement des règles relatives aux associations d'investisseurs

La loi a assoupli le régime des associations d'investisseurs et leur a accordé uniformément le **droit d'agir en justice** pour la défense des intérêts individuels des investisseurs. Avant la LSF, les associations d'investisseurs ne pouvaient être autorisées à agir en justice que si elles étaient agréées, ce qui excluait les associations d'actionnaires de sociétés cotées.

L'article 126 de la LSF (article L. 452-1 du code monétaire et financier) prévoit que, pour être agréées, les associations doivent justifier de six mois d'existence et deux cents membres cotisants¹.

¹ Avant la LSF, pour obtenir l'agrément, une association devait avoir plus de deux années d'existence, justifier de plus de 1.000 membres cotisants individuellement ou d'un nombre de membres suffisant et d'une activité effective et publique en vue de la défense des intérêts des investisseurs.

Par ailleurs, la loi autorise la sollicitation de mandats pour agir en justice, après autorisation du président du tribunal de commerce ou du tribunal de grande instance.

Enfin, la loi uniformise les compétences des différentes catégories d'associations d'investisseurs en leur donnant le droit d'agir en justice pour défendre leurs sociétaires contre tout préjudice direct ou indirect à l'intérêt collectif des investisseurs ou ce certaines catégories d'entre eux.

D'après les informations recueillies par votre rapporteur général, **ces dispositions de la LSF n'ont, à ce jour, pas reçu d'application.** Le retard de parution du décret d'application de l'article 126 n'y est sans doute pas pour rien. Or aucun obstacle technique ne peut justifier ce retard, si ce n'est, comme il a été dit plus haut, une hésitation sur l'échelon à retenir (central ou déconcentré) pour la procédure d'agrément.

D'après les informations fournies par l'ADAM (Association de défense des actionnaires minoritaires), présidée par Mme Colette Neuville, deux autres facteurs feraient obstacle à un véritable exercice de leurs droits par les actionnaires et les investisseurs :

- d'une part, **un problème du financement des actions en justice** (frais d'avocat, frais d'avoué, frais de sollicitation de mandats...), le droit français ne permettant d'avance des frais à la manière américaine ;

- d'autre part, **un problème d'administration de la preuve**, en l'absence d'instruction en matière civile ou de moyens d'investigation tels que la procédure américaine de *discovery*, qui oblige chaque partie à communiquer les documents demandés par l'autre partie.

Ces raisons expliqueraient également que la **procédure des expertises de gestion** à la demande d'une minorité (au moins 5 %) des actionnaires soit peu utilisée. Rappelons également que cette procédure ne s'applique qu'après qu'une question a été posée par écrit au président du conseil d'administration ou du directoire et dans l'hypothèse d'une absence de réponse ou d'une réponse insuffisante.

En tout état de cause, des améliorations pratiques pourraient être apportées au dispositif existant. Notamment, afin de rendre effective la procédure de sollicitation des mandats, il faudrait donner aux **associations d'investisseurs les moyens d'obtenir une liste des actionnaires existants avant une assemblée générale, à condition de la demander à l'intérieur de certains délais à déterminer** (un délai maximal et un délai minimal avant l'AG).

2. Une extension des actions en responsabilité des dirigeants est-elle souhaitable ?

Au préalable, il faut préciser que toute évolution en ce domaine devrait être mesurée et tempérée par l'instauration de « filtres » adéquats, afin d'éviter toute inflation abusive des contentieux, entravant la bonne marche des entreprises.

Rappelons, qu'en l'état actuel du droit, l'action en responsabilité civile contre les dirigeants exercée par un ou plusieurs actionnaires peut être de deux types :

- **l'action individuelle** « en réparation du préjudice subi personnellement » (article L. 225-252 du code de commerce) ;

- **l'action sociale** *ut singuli*, exercée au nom et pour le compte de la société (article L. 225-252 du code de commerce).

Ces actions peuvent se fonder sur des infractions aux dispositions législatives, réglementaires ou statutaires, ou encore sur des fautes commises dans la gestion. Toutefois, on ne recenserait qu'une cinquantaine de décisions définitives rendues depuis la promulgation de la loi du 24 juillet 1966, condamnant un dirigeant pour faute de gestion, ce qui tient notamment au coût de l'action et à un certain déséquilibre des forces en présence (à quoi il faut ajouter une prescription triennale).

Le principal obstacle à l'action individuelle réside dans la nécessité de prouver que le préjudice est direct, certain et personnel, c'est-à-dire distinct de celui de la société. Selon une jurisprudence constante de la Cour de cassation, que votre rapporteur général considère comme raisonnable, il n'est pas possible d'agir sur le fondement de la perte de valeur des actions qui ne constitue pas un préjudice personnel distinct du préjudice social. De plus, en cas d'action individuelle, les associés sont considérés comme des tiers, en sorte qu'ils ne peuvent invoquer la faute du dirigeant que si cette **faute est détachable** de l'exercice de ses fonctions. Or la jurisprudence interprète restrictivement cette notion de « *faute détachable* », ce qui limite considérablement la responsabilité des dirigeants¹.

¹ Depuis peu, la Cour de cassation semble toutefois assouplir sa jurisprudence (Com. 31 mars 2004, Recueil Dalloz, 2004, n° 27, p. 1961) : elle a jugé que le prononcé de sanctions pécuniaires à l'égard du dirigeant d'une personne morale n'était pas subordonné à la démonstration d'une faute séparable de ses fonctions dès lors que la COB n'avait pas été saisie d'une action en responsabilité civile mais avait décidé du bien-fondé d'une accusation en matière pénale, au sens des dispositions de l'article 6 de la Convention européenne des droits de l'homme. Cet arrêt rappelle a contrario la survivance de la théorie de la faute détachable en matière de responsabilité civile.

Quant à l'action sociale *ut singuli*, elle se révèle très coûteuse, car les frais doivent être avancés, voire supportés, par celui ou ceux qui engagent la procédure, alors qu'ils ne peuvent en retirer aucun profit, les dommages et intérêts étant, le cas échéant, versés à la société.

Les « *equity class actions* » en droit américain

Une « *equity class action* » est une action en justice menée par un ou plusieurs membres d'une catégorie de porteurs de titres et ayant vocation à représenter tous les membres de cette catégorie, afin d'obtenir réparation d'un préjudice.

Un certain nombre de conditions sont exigées pour que cette action collective puisse être exercée :

- le nombre d'actionnaires concernés rend une action commune de tous les membres impossible en pratique ;
- les questions de droit ou de fait sont communes à l'ensemble des membres de la catégorie d'actionnaires en question ;
- les moyens d'action des personnes représentant la catégorie d'actionnaires correspondent à ceux de la catégorie d'actionnaires ;
- il existe un risque que les juridictions saisies rendent des décisions contradictoires en cas d'actions individuelles des actionnaires ;
- les moyens d'action opposés en défense sont applicables à l'ensemble des membres de la catégorie d'actionnaires.

Lorsque ces conditions sont respectées, la procédure produit effet pour l'ensemble des membres de la catégorie représentée, à l'exception de ceux qui ont expressément fait connaître leur refus d'être inclus dans l'action collective.

Par ailleurs, le droit américain permet de recourir aux « *contingency fees* », c'est-à-dire de conditionner le paiement, voire le montant, des honoraires d'avocat au résultat de l'action en justice.

Sans remettre en cause certains fondements du droit français (effet relatif des jugements, principe selon lequel « *nul ne plaide par procureur* »), **il serait possible d'améliorer les dispositifs existants, afin d'en accroître l'effectivité.**

- En premier lieu, au cours de la discussion en deuxième lecture du projet de loi de sécurité financière, le Sénat avait rejeté un article additionnel introduit par l'Assemblée nationale tendant à admettre la réparation d'un préjudice propre subi par les actionnaires, distinct du préjudice social. La proposition de loi récemment déposée à l'Assemblée nationale, sur la

gouvernance des sociétés commerciales¹, comporte à nouveau une disposition en ce sens. Toutefois, on peut se demander si une telle disposition serait en mesure de modifier la jurisprudence, qui admet ce principe. Ce que la jurisprudence n'admet pas, c'est que la perte de valeur des actions soit constitutive d'un préjudice propre subi personnellement par l'actionnaire. Or si ce principe était admis, on risquerait d'assister à une augmentation très importante des actions contentieuses.

Par conséquent, **peut-être serait-il plus efficace de lever l'obstacle de la faute détachable**, qui ne devrait pas s'appliquer aux actions intentées par des associés.

- **En second lieu, ne faudrait-il pas envisager, en instaurant un filtre approprié, de permettre l'avance des frais par l'entreprise en cas d'action sociale *ut singuli* ?** Il s'agirait de remédier à l'obstacle financier qui entrave l'exercice de cette action, qui a pourtant pour objectif de protéger les intérêts de la société. Le filtre consisterait en un examen de recevabilité effectué, au préalable, par le juge, qui vérifierait notamment l'existence du préjudice.

¹ Proposition de loi n° 1407 (XII^{ème} législature) de Pascal Clément et plusieurs autres députés, sur la gouvernance des sociétés commerciales, faisant suite à la mission d'information sur le droit des sociétés de l'Assemblée nationale (rapport n° 1270 - XII^{ème} législature).

QUATRIÈME PARTIE : UNE LOI AU SERVICE DE L'ATTRACTIVITÉ DU MARCHÉ FINANCIER ET DU DROIT FRANÇAIS

Au fil des débats parlementaires, la loi de sécurité financière a renforcé une dimension qui n'était que relativement marginale dans le projet de loi, par l'introduction dans le titre II de diverses mesures tendant à renforcer la compétitivité de la place financière française. Ces dispositions ont permis de moderniser le cadre réglementaire des produits financiers, en particulier de certaines catégories d'OPCVM, et d'offrir aux entreprises de nouveaux instruments de financement. L'aménagement du cadre de la gestion collective était déjà prévu dans le projet de loi déposé par le gouvernement (mesures relatives aux fonds à compartiments, aux actifs éligibles et aux fonds fermés par exemple), mais procédait davantage d'une « remise à niveau » par rapport à la concurrence étrangère, en particulier luxembourgeoise, et de la conformité à deux récentes directives communautaires¹, que de l'insertion de nouveaux avantages comparatifs.

La compétitivité s'évalue également au regard des dispositions qui permettent d'assouplir le fonctionnement des entreprises et de moderniser notre droit des sociétés. Cette « attractivité juridique » procède non de la variété des instruments financiers disponibles sur la place française, mais de l'atténuation de certaines contraintes pesant sur les organes sociaux et sur les modalités de recours au marché financier par les sociétés.

Souplesse et attractivité ne participent pas directement de la sécurité financière, mais n'en sont pas moins complémentaires et peuvent y contribuer indirectement. Il s'agit en effet de pérenniser la place de leader européen de la gestion collective française, de plus en plus menacée, de permettre aux entreprises de diversifier leurs sources de financement, et de poursuivre le mouvement de différenciation juridique entre sociétés faisant appel public à l'épargne – dont l'exigence de réactivité trouve sa contrepartie dans une plus grande transparence – et sociétés « fermées » ne recourant pas au marché.

¹ *Directive 2001/107/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 janvier 2002 modifiant la directive 85/611/CEE du Conseil portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) en vue d'introduire une réglementation relative aux sociétés de gestion et aux prospectus simplifiés ; et directive 2001/108/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 janvier 2002 modifiant la directive 85/611/CEE du Conseil portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), en ce qui concerne les placements des OPCVM.*

I. UNE MEILLEURE COMPÉTITIVITÉ DU MARCHÉ FINANCIER FRANÇAIS

A. LA MODERNISATION DES SOCIÉTÉS DE GESTION ET DES OPCVM

1. Les modifications du cadre général

a) L'élargissement de la liste des actifs éligibles des OPCVM

La LSF a introduit plusieurs dispositions qui modifient le cadre réglementaire des sociétés de gestion et des OPCVM. Elles étaient nécessaires et n'ont guère fait l'objet de controverses.

En procédant à la transposition d'une disposition de la directive 2001/108/CE, précitée, **l'article 58 étend la liste des actifs éligibles des OPCVM aux dépôts bancaires**¹. Elle confirme en outre la faculté, ouverte par l'article 2 du décret n° 2002-1439 du 10 décembre 2002, pour les OPCVM de recourir aux dérivés de crédit. Ces dispositions permettent à la gestion collective française de mieux faire face à la concurrence européenne et de diversifier les actifs des OPCVM.

Le recours des OPCVM aux dérivés de crédit, instrument en expansion très rapide dont les risques potentiels et les avantages sont mis en exergue par un grand nombre d'études², demeure strictement encadré par l'AMF, qui a de surcroît précisé ses attentes le 12 novembre 2003³. Cette dernière sollicite le dépôt d'un programme d'activité spécifique portant sur des conditions précises de moyens, de valorisation et d'indépendance du contrôle

¹ Pour être éligibles, ces dépôts doivent toutefois présenter certaines caractéristiques, définies par l'article 19-1-f de la directive précitée et précisées, en droit français, par l'article 2-1 du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989, modifié par le décret n° 2003-1103 du 21 novembre 2003. **Ces règles sont destinées à préserver la sécurité des porteurs de parts.** Les placements doivent ainsi être remboursables sur demande ou susceptibles d'être retirés à tout moment, et leur échéance est plafonnée à un an.

Certains gestionnaires estiment toutefois que ces contraintes sont trop lourdes, et que les exigences minimales de rentabilité des dépôts jointes aux variations des taux les obligent à des placements dans des dépôts à échéance de 24 heures.

² Le débat porte également sur la nature juridique des dérivés de crédit qui, s'ils sont qualifiés d'opérations de banque plutôt que de contrat d'assurance ou d'instruments financiers à terme, **contribuent à ce que les OPCVM dérogent au monopole bancaire par l'exercice d'une activité de « para-crédit ».**

³ « Programme d'activité spécifique à l'utilisation des dérivés de crédit. Bilan et rappels ». Ce document indique notamment que « l'objectif premier de l'utilisation des dérivés de crédit doit être l'exposition ou la couverture d'un risque de signature », et fournit des précisions sur les obligations des sociétés de gestion s'agissant des critères de sélection des contreparties, de la prévention des éventuels conflits d'intérêt, des moyens techniques et humains mis en œuvre, des exigences de valorisation des contrats ou de la nature des dérivés de crédit envisagés.

des instruments, et impose le respect de certaines caractéristiques portant sur les contrats y afférents et la nature des entités sur lesquelles porte le risque de crédit. **Ce cadre réglementaire apporte certaines garanties de fiabilité et limitations sur l'utilisation des dérivés de crédit par les OPCVM, mais ne permet pas de se prémunir d'éventuels risques systémiques**, dont l'occurrence dépend notamment de l'évolution des asymétries d'information et de la sélection adverse du risque de crédit, de la propension des banques à ne pas « recycler » leurs mauvais risques et de la capacité des nouveaux détenteurs du risque de crédit à bien le mesurer et le gérer¹. La prévention de ce risque d'instabilité doit être traitée au niveau international, en particulier par le Forum de stabilité financière et l'Organisation internationale des commissions de valeurs, qui ont d'ores et déjà réalisé des travaux sur ce thème.

b) La possibilité de procéder à la fermeture d'un fonds

L'article 59 supprime l'obligation d'émettre des parts d'OPCVM à tout moment, qui constituait une spécificité de la réglementation française, plus stricte que les dispositions de la première directive de 1985 relative aux OPCVM, laquelle fixait dans son article 1-2 le seul principe de rachat des parts à tout moment. Les conditions dans lesquelles la fermeture peut intervenir ont été précisées par le règlement COB n° 89-02, modifié par le règlement n° 2003-08 du 22 novembre 2003, relatif aux OPCVM, et sont entrées en vigueur le 1^{er} avril 2004.

¹ *L'enquête réalisée au second semestre 2003 par les autorités de contrôle française – Commission de contrôle des assurances, Commission des opérations de bourse et Commission bancaire – dont les résultats sont restitués dans la Revue de stabilité financière de juin 2004, aboutit cependant à des conclusions rassurantes s'agissant des facteurs potentiels d'instabilité du marché français. L'étude relève en particulier que :*

« Les transferts de risque s'effectuent très majoritairement entre grandes banques (...) et font intervenir principalement de grandes banques américaines. Cette concentration des acteurs n'est pas spécifique aux dérivés de crédit ; elle se retrouve sur l'ensemble des produits dérivés.

« La situation est, en revanche, plus diversifiée en matière de produits 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.

« Sur le plan des transactions elles-mêmes, les résultats de cette enquête soulignent l'importance de nouveaux types de risques associés à ces instruments : risque juridique et de documentation, mais aussi risques d'illiquidité pour les produits non standardisés. (...) **Un effort accru de transparence financière est souhaitable dans ce domaine** ».

On relèvera que cette étude ne manifeste pas de préoccupation particulière sur la concentration des acteurs sur le marché des dérivés en général, alors qu'il s'agit précisément d'un des facteurs de déclenchement des crises systémiques. Ce constat atténue également l'un des avantages traditionnellement attribués aux dérivés de crédit, qui résiderait dans leur impact positif sur la mutualisation des risques de crédit entre un plus grand nombre d'acteurs.

Cette possibilité nouvelle de fermeture d'un fonds apporte une plus grande souplesse aux gestionnaires d'OPCVM « à formule », de fonds dédiés et de fonds positionnés sur des marchés spécifiques et étroits, qui peuvent être conduits à interrompre temporairement ou définitivement l'accès de nouveaux souscripteurs pour pouvoir continuer de gérer l'actif dans des conditions satisfaisantes.

c) L'étanchéité des compartiments

L'article 60 introduit une étanchéité financière entre les compartiments d'un OPCVM à compartiment (catégorie créée par la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier). Cette disposition a été contestée par les défenseurs du principe d'unicité du patrimoine, posé par l'article 2093 du code civil. Outre le fait que ce principe est tendanciellement soumis à davantage de dérogations¹, votre rapporteur général juge que cette disposition est sécurisante pour le porteur de parts, dans la mesure où le compartiment sur lequel il est investi n'est plus solidairement redevable des dettes des autres compartiments, et place les fonds de droit français sur un pied d'égalité avec leurs concurrents luxembourgeois.

d) La fin annoncée des sociétés de gestion à objet exclusif

L'article 68 intègre les conséquences de la directive 2001/107/CE du 21 janvier 2002², précitée, en unifiant le statut des sociétés de gestion. **La catégorie des sociétés de gestion à objet exclusif ou « collectives », désormais inutile, est supprimée.** Ne subsistent donc depuis le 13 février 2004 (date limite de transposition de la directive) que les sociétés de gestion de portefeuille, qui peuvent désormais gérer des OPCVM coordonnés et exercer l'activité de gestion sous mandat, c'est-à-dire gérer des portefeuilles sur une base collective ou individuelle. Les sociétés concernées ont disposé d'un délai de mise en conformité de leurs statuts et de leur organisation, avant le 13 février 2004, et devaient déposer une demande d'agrément auprès de l'AMF avant le 31 décembre 2003.

¹ *Le principe d'unicité du patrimoine a notamment été remis en cause à la faveur des divers projets de loi, jamais examinés par le Parlement, qui ont eu pour objet d'introduire le concept de fiducie dans notre droit. Votre rapporteur général déplore que ces projets n'aient jamais trouvé d'aboutissement, compte tenu des très nombreuses implications de la fiducie dans les domaines de la transmission, de la gestion et des sûretés, et de l'apport déterminant qu'elle représente pour la compétitivité de notre droit au regard du droit américain, anglais, suisse ou luxembourgeois.*

² *Le 3 de l'article 5 modifié de la directive dispose ainsi que les Etats membres peuvent autoriser les sociétés de gestion à fournir, « outre la gestion de fonds communs de placement et de sociétés d'investissement, une activité de gestion de portefeuilles d'investissement, y compris ceux qui sont détenus par des fonds de retraite, sur une base discrétionnaire et individualisée, dans le cadre d'un mandat donné par les investisseurs ».*

e) L'émission de différentes catégories de parts

L'article 62, introduit par votre commission des finances en première lecture, permet enfin à un OPCVM d'émettre différentes catégories de parts, ce qui tend à favoriser l'effort de transparence, de rationalisation et de productivité de la gestion collective française, notamment par une augmentation de la taille moyenne des fonds, aujourd'hui nettement inférieure à ceux de droit anglais ou luxembourgeois. Les conditions d'émission de ces parts ont été précisées par la COB dans le règlement n° 2003-08 du 22 novembre 2003, précité.

2. La refonte de la catégorie des OPCVM allégés, réceptacle de segments en croissance

L'article 63 de la LSF, introduit suite à une initiative de votre commission des finances, et dont les propositions ont été améliorées par l'Assemblée nationale, réforme le cadre des OPCVM à procédure allégée (introduits en 1998¹), auxquels se substituent (à l'exception des fonds communs de placement à risque – FCPR) désormais deux catégories de fonds : les OPCVM « à règles d'investissement allégées » et la nouvelle catégorie des OPCVM contractuels.

a) Les OPCVM à règles d'investissement allégées

Les OPCVM à règles d'investissement allégées (OPCVM « ARIA ») procèdent d'un **régime mixte** en qu'ils empruntent à la fois aux OPCVM agréés et aux OPCVM seulement déclarés auprès de l'autorité de tutelle. Contrairement aux OPCVM à procédure allégée, **les fonds ARIA sont agréés par l'AMF**, ce qui leur permet de devenir éligibles aux placements de certains investisseurs institutionnels, contraints d'investir exclusivement dans des OPCVM bénéficiant de l'agrément. Cette disposition a toutefois été jugée contraignante par l'Association française de gestion, qui lui préférerait l'approbation d'un programme d'activité².

Ces fonds sont en outre réservés aux investisseurs qualifiés français ou leurs équivalents étrangers, et à d'autres investisseurs dont le règlement général de l'AMF fixera les caractéristiques (en particulier en fonction d'un seuil d'investissement et du profil de risque du fonds, cf. première partie). En contrepartie, les fonds ARIA bénéficient d'une grande souplesse de gestion puisqu'ils peuvent déroger aux ratios d'investissement et de division des

¹ Et qui sont utilisés comme cadre de référence pour les FCPR ou des OPCVM à vocation générale.

² La question s'est également posée de savoir si l'agrément serait de droit dès lors que la société de gestion aurait auparavant fait valider par l'AMF un programme d'activité spécifique, par exemple pour la gestion d'OPC de fonds alternatifs.

risques prévus par l'article L. 214-4 du code monétaire et financier. L'information des investisseurs pourrait être réalisée au moyen d'un prospectus allégé par rapport à celui des OPCVM classiques.

Au total, il s'agit d'un cadre suffisamment souple, lisible, compétitif et sécurisant, qui devrait se révéler bénéfique à l'industrie française de la gestion, et servira notamment de **support à la multigestion alternative**.

b) Les OPCVM contractuels

La création des OPCVM contractuels, déjà envisagée par le projet de loi portant diverses dispositions d'ordre économique et financier déposé en mai 2001 (mais jamais examiné), constitue un progrès au moins aussi décisif pour l'attractivité de notre gestion collective. **Ces OPCVM serviront en particulier de véhicule support pour la gestion alternative directe**, aujourd'hui peu développés en France, à la différence de la multigestion alternative, qui bénéficie d'une réglementation spécifique édictée en 2003 par la COB. On peut ainsi en escompter le rapatriement « on shore » de gestions aujourd'hui externalisées sur les places irlandaise ou américaine. A l'image des OPCVM ARIA, cette catégorie relève également d'un régime mixte, mais entre les OPCVM de droit commun et les mandats de gestion. Comme les actuels OPCVM à procédure allégée, ils ne sont pas soumis à l'agrément de l'AMF et relèvent d'un système déclaratif ; les sociétés qui gèrent ces fonds doivent en revanche obtenir un agrément spécifique.

Le caractère contractuel de ces OPCVM porte essentiellement sur la politique de gestion (détermination des ratios d'investissement, des actifs éligibles, des modalités de souscription et rachat, et des limites d'engagement en particulier), à l'instar d'un mandat. Ils demeurent néanmoins soumis à certaines dispositions du régime général des OPCVM : désignation d'une société de gestion, d'un dépositaire agréé et d'un commissaire aux comptes, et contrôle *a posteriori* exercé par l'AMF. Comme les OPCVM ARIA, ils sont également ouverts aux seuls investisseurs disposant d'une capacité suffisante de comprendre et assumer les risques encourus, c'est-à-dire aux investisseurs qualifiés et à d'autres investisseurs, éventuellement personnes physiques, dont le seuil d'accès sera fixé par l'AMF (cf. première partie).

c) Le régime plus sévère des fonds communs d'investissement sur les marchés à terme

Le III de l'article 63 prévoit également un **durcissement du régime applicable aux fonds communs d'investissement sur les marchés à terme (FCIMT)**. Ces derniers demeurent non seulement interdits de démarchage, ainsi que cela a été relevé *supra*, mais également réservés aux mêmes catégories d'investisseurs que les fonds ARIA. **Les professionnels de la gestion tendent à déplorer cette disposition**, selon eux préjudiciable au

développement des seuls fonds « purs » de gestion alternative bénéficiant de l'agrément de l'AMF.

Votre rapporteur général approuve néanmoins ce nouveau régime. Outre les remarques formulées précédemment sur les risques et la complexité inhérents à cette stratégie de gestion, qui justifient une vigilance et des limitations particulières, il rappelle que l'AMF a la possibilité de fixer un seuil d'accès différent, donc inférieur, à celui qui sera attribué aux fonds ARIA. De fait, le seuil devrait être positionné à un niveau suffisamment bas – de l'ordre de 10.000 euros¹, à l'instar de la multigestion alternative – pour permettre l'accès direct d'épargnants relativement fortunés aux FCIMT, et non des seules grandes fortunes bénéficiant d'une gestion sous mandat. Le niveau global d'encours de ces fonds, relativement faible en dépit de plus de quinze années d'existence, ne devrait donc guère pâtir de ces nouvelles dispositions, d'autant que les FCIMT peuvent faire l'objet de publicité.

d) Une gestion collective en pleine mutation

La gestion collective française fait depuis deux ans l'objet d'intenses débats juridiques et d'un véritable activisme réglementaire. Parmi les principaux sujets abordés par l'Association française de gestion, qui représente les intérêts des professionnels, et la COB puis l'AMF, on peut ainsi relever les évolutions suivantes.

(1) L'information du souscripteur

Les conditions de l'information des souscripteurs ont été précisées par l'instruction COB de novembre 2003 relative aux **prospectus complet et simplifié** des OPCVM. Les professionnels déplorent le caractère selon eux trop détaillé et coûteux du prospectus complet, qui n'est, il est vrai, guère consulté par les souscripteurs, mais omettent parfois de se référer au prospectus simplifié, par définition plus aisé à concevoir et qui a pleinement vocation à être communiqué à l'investisseur. Rappelons que le processus d'agrément d'un fonds par l'AMF est le suivant :

¹ Un seuil de 1.000 euros a toutefois également été évoqué, ce qui étendrait largement le potentiel d'investisseurs, mais ferait encourir aux « petits porteurs » des risques peu cohérents avec leur connaissance du marché.

Processus d'agrément pour la constitution d'un OPCVM

Etape	Société de gestion du FCP ou de la SICAV	Autorité des marchés financiers
1	Dépôt d'une demande d'agrément d'un produit.	
2		Vérification de la conformité du dossier. Transmission d'un avis de réception attestant le dépôt du dossier auprès de l'AMF ou renvoi du dossier accompagné des motifs du retour.
3		Instruction de la demande. Prise de contact éventuelle avec le demandeur.
4		Demande d'information complémentaire nécessitant ou non l'envoi d'une fiche complémentaire d'information.
4 bis	Le cas échéant, dépôt de la fiche complémentaire d'information et des informations demandées, ce dépôt devant intervenir dans un délai de 60 jours.	
4 ter		Réception de la fiche complémentaire d'information et des informations demandées. Transmission d'un avis de réception précisant le nouveau délai d'agrément.
5		Notification de la décision d'agrément ou de refus, ou acceptation ou refus implicites.
6	Notification de l'attestation de dépôt des fonds pour les FCP et du certificat de dépôt initial pour les SICAV.	
7		Mise à jour de l'information dans la base de données OPCVM.
8	Envoi du prospectus définitif selon les modalités précisées en annexe III.	
9		Le cas échéant, mise en ligne du prospectus par l'AMF sur son site Internet.

Source : Autorité des marchés financiers

Il reste que l'équilibre que doit trouver l'AMF est délicat : elle doit en effet à la fois se départir d'une logique trop administrative, selon laquelle la qualité de l'information supposerait l'exhaustivité et la sévérité, et veiller aux intérêts des épargnants, alors que la sophistication croissante de la gestion est susceptible de multiplier les informations jugées essentielles à la formation du jugement¹.

(2) Une conception plus extensive des frais

La mise en œuvre des conclusions du groupe de travail sur les **frais** et commissions à la charge de l'investisseur dans la gestion collective, dont les conclusions ont été remises fin octobre 2002, a permis d'accroître la transparence de l'information. Il s'agit de mieux informer les souscripteurs en prenant en compte les frais réellement facturés aux OPCVM (en particulier les commissions de mouvement et les frais intermédiaires des fonds de fonds), via la notion de « **total des frais sur encours** » (TFE), conforme aux recommandations de la Commission européenne. Les conditions de rémunération des prestataires et des rétrocessions de frais de gestion ont également été précisées.

(3) Le nouveau cadre de la multigestion alternative

La nouvelle **réglementation de la multigestion alternative**, toujours en cours de discussion entre l'AMF et les professionnels concernés, a été initiée par un relevé de conclusions de la COB du 3 avril 2003, qui a créé la nouvelle catégorie non législative des OPCVM de fonds alternatifs. Les critères d'éligibilité des fonds sous-jacents, qui font toujours l'objet de débats², les conditions de commercialisation et de présentation des performances passées, et les règles de liquidité et de valorisation doivent encore être précisées. Parallèlement, la consolidation du secteur de la gestion alternative directe en France impliquera vraisemblablement, à moyen terme,

¹ *Grandes orientations de la politique de gestion, évolution de l'encours, frais, allocation de l'actif par zone géographique, secteur économique ou style de gestion, taux de rotation du portefeuille, performances passées sur diverses périodes et comparées à un indice, principaux ratios de risque, volatilité annualisée...*

² *Les gestionnaires de fonds contestent en particulier les conditions cumulatives portant sur la cotation d'au moins 90 % des fonds sous-jacents d'une part, et le respect de 11 critères techniques d'autre part. Les professionnels souhaitent substituer un choix, laissé à l'appréciation du multigérant, au cumul de ces conditions d'éligibilité.*

*Le délai de mise en conformité et de dépôt des programmes d'activité (nécessaire à l'obtention de l'agrément) requis par la COB pour les sociétés de multigestion alternative a également été jugé trop court, alors même que l'examen des dossiers par l'autorité de régulation a pris davantage de temps qu'escompté, **plaçant les sociétés concernées dans une situation d'incertitude juridique.***

Le débat porte en outre sur la commission de performance dès le premier euro souscrit, qui selon les professionnels constitue un standard international.

Ces observations suscitent de réelles inquiétudes chez les professionnels, prompts à souligner que la survie même de la gestion alternative française est en jeu, et à rappeler la menace d'une concurrence déloyale des multigérants étrangers.

une **meilleure reconnaissance des *prime brokers*** (intermédiaires de marché spécialisés dans le service aux fonds alternatifs), qui accordent notamment des lignes de crédit aux gérants et jouent un rôle déterminant dans le développement des places anglo-saxonnes.

La fixation d'un cadre suffisamment attractif et pérenne pour la multigestion et la gestion alternative directe, marché en forte croissance, constitue un enjeu important pour l'économie et la rentabilité de la gestion collective française, considérant les initiatives prises en la matière par les principales places étrangères. Les autorités allemande¹ et anglaise ont ainsi récemment modernisé leur réglementation de la gestion alternative, et un groupe de travail mandaté par la SEC a publié un rapport fin 2003², en vue d'une possible évolution de la réglementation des *hedge funds*³. Le nouveau cadre de la gestion alternative devrait être finalisé par l'AMF d'ici la fin de l'année.

(4) *Late trading* et *market timing* : des maux exclusivement américains ?

En novembre 2003, l'AMF a procédé à une consultation, auprès des 40 plus grandes sociétés de gestion françaises, portant sur « *les conditions de souscription et de rachat dans les OPCVM de droit français et sur la prévention des ordres « hors heure limite » et des opérations d'arbitrage sur les valeurs liquidatives* ». **Cette démarche avait pour objet de prendre la mesure de la réalité des risques afférents au « *late trading*⁴ » et au « *market timing*⁵ » dans les pratiques de gestion**, suite aux divers scandales, mis à jour durant l'été 2003 par le procureur de l'Etat de New York M. Eliott Spitzer, qui avaient entaché la réputation de grandes sociétés de gestion américaines. Il est toutefois probable que ces risques demeurent d'ampleur très limitée en France, compte tenu des garanties offertes par la réglementation.

¹ La création de *hedge funds* de droit allemand constituait un des volets de la loi sur l'investissement du 7 novembre 2003. Ces fonds ne sont soumis à aucune limite au regard de leur levier ou de leurs opérations de vente à découvert, bénéficient d'une grande liberté quant aux actifs sous-jacents éligibles, et sont tenus de faire appel à une banque dépositaire domiciliée en Allemagne. **La loi reconnaît également l'activité des *prime brokers*.**

² « Implications of the growth of *hedge funds* », rapport publié le 29 septembre 2003. Nombre de recommandations formulées dans ce rapport sont déjà en vigueur dans la réglementation française, ce qui tend à montrer que notre cadre réglementaire n'est pas toujours aussi déphasé que l'on veut parfois le laisser entendre.

³ Ceux-ci pourraient en particulier être soumis à un enregistrement plus systématique auprès de la SEC, en tant que conseillers en investissements financiers.

⁴ Pratique interdite, définie par l'AMF comme « l'opération de souscription-rachat résultant d'un ordre transmis au delà de l'heure limite mentionnée sur le prospectus ».

⁵ Pratique critiquable, en ce qu'elle porte atteinte à l'égalité des porteurs, mais non interdite en France. Il s'agit, d'après l'AMF de « l'opération d'arbitrage consistant à tirer profit d'un écart entre la valeur comptable d'un fonds et sa valeur de marché ».

L'AMF a néanmoins publié le 23 juillet un certain nombre de recommandations tendant à l'amélioration des procédures de prévention de ces risques.

Les recommandations de l'AMF sur le *late trading* et le *market timing*

« 1. La société de gestion doit disposer des procédures relatives à la gestion de l'OPCVM et aux relations avec les investisseurs de nature à déceler et éviter les pratiques répréhensibles définies précédemment.

« 2. Pour parer les risques de *late trading*, il convient de préciser que l'heure ultime de souscription-rachat, telle qu'elle doit figurer sur le prospectus de l'OPCVM, doit s'entendre de l'heure limite des réceptions des ordres chez le ou les établissements auxquels la société de gestion a confié le soin de leur centralisation.

« 3. Il appartient en conséquence aux distributeurs d'informer leurs clients par les moyens à leur convenance de l'heure limite qu'ils doivent à leur tour respecter pour recevoir les ordres de souscription-rachat afin d'être en mesure de transmettre en temps utile les ordres au centralisateur.

« 4. La société de gestion, compte tenu des responsabilités qui sont les siennes à cet égard, doit être dotée des moyens suffisants pour pouvoir contrôler que le centralisateur respecte bien l'heure limite fixée ; le contrat conclu entre la société de gestion et le ou les établissements centralisateurs doit prévoir les modalités d'un tel contrôle. Dans ce cadre, il doit être précisé que seule une hypothèse de dysfonctionnement technique exceptionnel du système de transmission de l'ordre vers le centralisateur peut justifier que soit admise la prise en compte d'un ordre tardif ; de tels cas doivent nécessiter l'accord du déontologue ou du contrôleur interne de la société de gestion ou de son représentant ; celui-ci s'attachera à vérifier notamment que l'ordre du client a été produit en temps utile.

« 5. Pour prévenir les abus liés aux pratiques de *market timing*, les OPCVM actions et obligations doivent être conçus et gérés de telle sorte que les souscriptions-rachats s'effectuent toujours à cours inconnu tant en ce qui concerne la valeur liquidative de l'OPCVM lui-même que la valeur des instruments financiers entrant dans la composition de son portefeuille.

« 6. Conformément aux principes comptables applicables en la matière, la société de gestion doit s'attacher à enregistrer les investissements effectués, dès la négociation des ordres.

« 7. La société de gestion ne doit pas transmettre à certains investisseurs ou certains intermédiaires des éléments portant sur la composition des actifs de l'OPCVM de nature à faciliter des opérations de *market timing* ou de *late trading* ; en particulier, la société de gestion doit s'interdire de communiquer en temps réel la composition du portefeuille; il ne peut en aller autrement que pour les OPCVM dédiés et sous réserve que l'information soit communiquée de façon concomitante à l'ensemble des porteurs.

« 8. La société de gestion doit demander aux teneurs de compte d'exercer une vigilance particulière à l'égard des opérations initiées par leurs clients procédant à des souscriptions ou rachats d'OPCVM, lorsque ces opérations présentent par leur fréquence ou leur montant, un caractère suspect au regard des pratiques de *market timing*.

« 9. Dans le cadre des responsabilités qui lui incombent, le déontologue ou le contrôleur interne de la société de gestion doit notamment vérifier que le personnel susceptible de bénéficier d'informations sensibles ne se livre pas à des opérations répréhensibles en matière de market timing ou de late trading.

« L'AMF procèdera dans le courant de l'année 2005 à l'analyse des mesures adoptées par les différents prestataires en application des présentes recommandations.

« Au vu des résultats de cette analyse et en prenant en compte les travaux menés au plan européen (CESR) et international (OICV), le Collège arrêtera celles des dispositions qu'il lui paraîtra nécessaire d'intégrer dans le Règlement général de l'AMF ».

Source : communiqué de presse de l'AMF du 23 juillet 2004

e) La résistible augmentation du contentieux

Au-delà de ces débats techniques, l'AMF est confrontée au mouvement d'innovation permanente dans les caractéristiques des produits proposés, et doit assurer sa mission essentielle de protection des investisseurs individuels. **Cette exigence est particulièrement prégnante pour les fonds à formule**, qui connaissent un développement spectaculaire¹ mais sont de compréhension parfois difficile pour les épargnants.

L'AMF, dans son rapport annuel 2003, relève ainsi que « les pertes en capital constatées à l'échéance par les souscripteurs de fonds à formule indiciels sont à l'origine de 336 réclamations et questions reçues en 2003. **Elles constituent l'ensemble homogène le plus important reçu par le service de la Médiation.** (...) La plupart des interventions du médiateur se sont soldées par des refus d'indemnisation. Exceptionnellement, un geste symbolique a été consenti pour des raisons commerciales, en précisant que cela ne valait pas reconnaissance de faute. Cependant, dans un nombre de dossiers minoritaire mais non négligeable, les clients ont été remboursés de leur perte en capital. ». L'augmentation importante de ces réclamations est liée à la médiatisation de certaines affaires, ainsi qu'à une meilleure connaissance de leurs droits par les souscripteurs.

Votre rapporteur général souligne le caractère déterminant de l'action de médiation de l'AMF, indispensable au rétablissement de la confiance de nos concitoyens dans les marchés financiers. La médiation, qu'elle soit exercée par l'AMF ou les établissements financiers, contribue en outre à limiter en amont la juridiciarisation des rapports entre investisseurs et prestataires. Il salue également l'importance que l'autorité de régulation accorde à la **formation** des investisseurs.

¹ 182 fonds de ce type ont ainsi été agréés en 2003, soit le quart des 725 OPCVM agréés l'année dernière.

B. LA DIVERSIFICATION DES SOURCES DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES

1. Le soutien au développement de la titrisation de créances

a) Un dispositif particulièrement bienvenu

(1) L'essor de la titrisation synthétique, un avantage concurrentiel que la France peut désormais exploiter

L'intérêt de la titrisation a été maintes fois souligné ; nous rappellerons simplement qu'elle présente en particulier les avantages suivants :

- sur le plan **bilantiel** : externalisation d'une partie des risques et déconsolidation comptable (sous réserve de l'impact « reconsolidant » des nouvelles normes internationales IFRS), libération de capital réglementaire (s'agissant des établissements de crédit) et amélioration potentielle du retour sur fonds propres ;

- **amélioration du financement** : diversification des sources de financement en cas de raréfaction du crédit bancaire, liquidité garantie à terme à des conditions financières compétitives, compte tenu de la décorrélation entre le risque du cédant et le risque des parts du fonds commun de créances (FCC), transformation d'actifs illiquides en titres de créances négociables, accès aux marchés financiers ou au placement privé ;

- **préservation de la qualité de la relation client** : maintien d'une relation récurrente et continuité de la gestion et de l'administration de l'actif.

Les opérations de titrisation sont donc très utilisées par les entreprises commerciales, mais aussi par les banques, pour transférer certains risques de crédit et alléger leur bilan. L'étude d'impact jointe au projet de décret afférent aux articles 64 et 65 de la LSF (cf. première partie) relève ainsi que le volume des émissions publiques françaises à long terme a progressé de plus de 20 % en 2003 par rapport à 2002, pour s'élever à près de 13 milliards d'euros, alors qu'il s'élève à 260 milliards d'euros en Europe. **Les opérations françaises relèvent de titrisations classiques**, par lesquelles un créancier cède des créances qu'il possède à une entité *ad hoc*, en l'espèce un FCC, qui en finance l'acquisition par l'émission de parts.

Or, un nombre croissant d'opérations internationales sont réalisées par le biais de titrisations dites « synthétiques », qui permettent, par l'utilisation de dérivés de crédit, de transférer des risques de crédit sans transférer des actifs. Le cadre réglementaire français antérieur à la LSF ne permettait pas de telles opérations, qui représentent un volume de 71 milliards d'euros en Europe et de 500 milliards de dollars dans le monde, transitant par des entités « off-shore » ou anglo-saxonnes (*special purpose vehicle* – SPV). Les dispositions de la LSF permettent donc de « rapatrier » une partie de ces opérations réalisées par des entreprises françaises ou étrangères, dans des conditions de transparence et de sécurité satisfaisantes pour l'investisseur.

L'étude d'impact précitée souligne également que « *les FCC, n'étant pas jusqu'alors autorisés à émettre des titres de créances, se re-finançaient par le biais de SPV étrangers qui acquéraient leurs parts et émettaient des titres de créances. La réforme permettra de supprimer cet étage de re-financement, source de complexité et de coût inutile* ».

Au-delà du développement attendu de la titrisation synthétique en France, **les établissements arrangeurs cherchent à se positionner sur le marché des PME**, qui ont besoin de financement non bancaire et sont généralement des entités non cotées. Des opérations « clefs en main » proposées avec une documentation juridique standardisée pourraient ainsi être proposées, mais s'adresseront nécessairement, dans un premier temps du moins, à des entreprises de taille relativement importante, compte tenu de l'adaptation des systèmes d'information et de la diversification des débiteurs cédés que la titrisation requiert.

(2) Le compte d'affectation spéciale : des difficultés juridiques applanies

L'article L. 214-46 du code monétaire et financier, introduit par l'article 64 de la loi de sécurité financière, consacre l'existence d'un **compte d'affectation spéciale**, qui existe déjà dans des pays tels que l'Espagne et l'Allemagne et dont le principe avait été reconnu par la jurisprudence pour isoler du patrimoine du cédant les encaissements reçus par lui pour le compte du FCC¹. Cette disposition particulièrement utile permet ainsi aux sociétés de gestion des FCC de **mieux couvrir le « commingling risk »**, source d'insécurité juridique pour les sociétés de gestion, c'est-à-dire le risque de non-cantonement des liquidités reçues en échange des actifs titrisés. Ce risque implique par exemple que en cas de faillite du cédant, ces liquidités soient acquises au patrimoine de la faillite sans identification de la nature des fonds².

¹ Il est en effet fréquent que le cédant continue de collecter les intérêts pour le compte du FCC, avant qu'ils ne soient versés sur le compte de ce dernier, pour ne pas perturber ses relations avec les débiteurs.

² Les paiements relatifs aux actifs titrisés sont alors mêlés avec ceux des autres activités du cédant et sont donc potentiellement traités de la même façon en cas de faillite.

Le compte d'affectation spéciale permet désormais de « sanctuariser » ces encaissements, la rédaction de l'article L. 214-46 étant à cet égard explicite. Il est ouvert au nom du recouvreur des créances cédées (en général le cédant, mais il peut mandater une autre société), avec indication en rubrique du nom du bénéficiaire et titulaire réel du compte, permettant à ce dernier de revendiquer les sommes créditées sur le compte en cas de faillite du cédant.

Une difficulté juridique s'est posée à propos de la nature du droit dont dispose le FCC sur les sommes figurant sur le compte d'affectation spéciale : **s'agit-il d'un véritable transfert de propriété au cessionnaire ou d'une forme de sûreté dont il dispose ?** Le droit de propriété étant d'essence législative, le texte du projet de décret ne l'invoque pas explicitement, mais introduit par le II de son article 22 une formulation claire et emportant des effets équivalents : « *Les sommes portées au crédit du compte bénéficient exclusivement au fonds* ». Les incertitudes encore récentes sur les modalités de fonctionnement du compte, notamment l'établissement d'une convention spécifique quadripartite¹ prévue par l'article 22 du projet de décret, ont également été levées.

b) Améliorer la couverture du risque de faillite du cédant

En seconde lecture, une disposition introduite par l'Assemblée nationale, approuvée par votre rapporteur général, a été retirée par le Sénat, qui a voté un amendement de suppression présenté par le gouvernement, et ne figure pas dans le texte final de la loi de sécurité financière. **Cet amendement disposait que les créances réalisées sont également acquises au FCC, en cas de procédure de redressement ou de liquidation judiciaires réalisée à l'encontre du cédant postérieurement à la cession**, permettant ainsi de sécuriser la situation des créanciers et de rendre en particulier les cessions de créances futures opposables à l'administrateur judiciaire ou au liquidateur du cédant. La même disposition avait été introduite pour les cessions et nantissements de créances de type « Dailly ».

Une telle disposition contribuerait à accroître la sécurité juridique des cessions de créances – et donc les possibilités de financement alternatif des entreprises – par une **meilleure couverture en amont du risque de non-reconnaissance d'une « cession parfaite » (true sale)**. Ce risque consiste en particulier en l'invalidation de cessions conclues avant le jugement d'ouverture d'un redressement judiciaire, pendant la période dite « suspecte »². **Ce risque d'invalidation a une incidence sur la notation des**

¹ Entre la société de gestion du FCC, le dépositaire des actifs, l'établissement chargé du recouvrement des créances cédées au fonds et l'établissement teneur de compte.

² La période suspecte est une période au cours de laquelle les actes passés par une entreprise en difficultés financières sont susceptibles d'être remis en cause. Elle désigne la période qui précède le jugement d'ouverture d'une procédure de redressement ou de liquidation judiciaire et qui a pour point de départ la date de cessation des paiements de l'entreprise. Elle ne peut en principe excéder 18 mois (24 mois à titre exceptionnel).

créances par les agences, élément déterminant de la qualité et de la commercialisation des FCC¹, dans la mesure où celles-ci sollicitent une opinion juridique, émise par un expert juridique extérieur, sur le caractère certain des cessions opérées. Or ces appréciations juridiques se révèlent généralement prudentes, assorties de réserves et d'hypothèses de nature à dégrader l'appréciation du risque. **Il se révèle dès lors difficile d'obtenir une notation « triple A »**, gage d'excellence du risque de crédit et de placement aisé, pour les actifs des FCC². Le risque de nullité impérative, afférent à la mise en œuvre de la période suspecte, paraît quasi nul pour un FCC³, mais la nullité facultative, de l'avis de certains professionnels, est plus difficile à écarter⁴, même si elle n'est que très rarement mise en œuvre pour des opérations de financement analogues, telles que l'affacturage.

Le futur projet de loi de sauvegarde des entreprises⁵ pourrait dès lors constituer un véhicule adéquat pour introduire une telle disposition. Votre rapporteur général rappelle en outre que le III de l'article 96 de la LSF a permis aux **sociétés de crédit foncier** de bénéficier de cette sécurisation des cessions de créances en cas de mise en œuvre des procédures collectives. Une telle mesure n'a pas vocation à profiter à une catégorie restreinte d'entreprises.

*Les articles L. 621-107 et L. 621-108 du code de commerce instituent ainsi le **principe de la nullité obligatoire ou facultative** de certaines catégories d'actes effectués par l'entreprise pendant cette période.*

¹ *Les mécanismes de **rehaussement du crédit** pour couvrir le risque de performance des créances (par exemple en faisant en sorte que les premières pertes éventuelles, dues à des retards de paiement ou à d'autres facteurs, soient conservées par le client), contribuent également à l'amélioration de la notation des titres, qui devient distincte et indépendante de la qualité du risque de crédit global du cédant.*

*Le FCC comprend ainsi à son **actif** le portefeuille de créances cédées et des liquidités, et à son **passif** des parts senior (commercialisées dans le cadre d'un placement public ou privé), des parts junior subordonnées, un surdimensionnement fonction de l'historique de performance des créances et de l'objectif de notation du portefeuille, et un fonds de réserve mobilisé en cas d'incident de paiement du cédant.*

² *Des possibilités d'amélioration du risque existent (notation de la qualité économique du portefeuille sans appréciation juridique, reversement quotidien au fonds des liquidités perçues par le cédant, arrêt du « rechargement » du FCC après le franchissement d'un « seuil d'alerte »...), mais se révèlent contraignantes pour l'établissement arrangeur et pénalisantes pour le cédant.*

³ *La nullité obligatoire semble en effet pouvoir être systématiquement écartée, dès lors que les cessions de créances sont effectuées au nominal et que la seule obligation des cédants, conformément au contrat de cession, est de céder les créances.*

⁴ *La preuve de la connaissance de l'état de cessation des paiements par le cessionnaire, au moment de la réalisation de la cession, doit être apportée par le juge s'il souhaite invoquer une telle nullité du contrat de cession.*

⁵ *Auquel M. Francis Mer avait fait référence, lors de l'examen en seconde lecture du projet de loi au Sénat, le 5 juin 2003.*

2. L'affinement du continuum entre dette et capital : les titres super subordonnés

Introduit en première lecture par l'Assemblée nationale, l'article 61 relatif aux titres communément appelés « super subordonnés »¹ (TSS) constitue une disposition simple dans sa rédaction (modification de l'article L. 228-97 du code de commerce), mais importante dans ses implications pour le financement des sociétés. En permettant aux entreprises d'émettre des titres de dette d'un rang de priorité inférieur aux prêts et titres participatifs, et d'organiser à leur gré la subordination de leurs divers types de dettes², la LSF donne aux entreprises les moyens de se financer par des instruments présentant d'importants avantages sur le plan prudentiel, juridique et financier. **Trois émissions ont été réalisées entre septembre 2003 et juin 2004, dont deux par des établissements de crédit, pour un montant global de 1,6 milliard d'euros** qui a généralement été sur-souscrit (deux fois dans le cas de Michelin, qui a pu lever 500 millions d'euros au lieu des 300 initialement prévus). Ces trois émissions présentent des caractéristiques techniques différentes, mais poursuivre **un même objectif de renforcement du bilan sans dilution du capital ni alourdissement de la dette senior.**

Emissions de titres super subordonnés réalisées au 01/06/04

	Michelin	Caisse nationale des caisses d'épargne (CNCE)	Agence française de développement
Date	Novembre 2003	Décembre 2003	Avril 2004
Montant (millions d'euros)	500	800	300
Coupon fixe	6,375 %	5,25 %	4,605 %
Coupon variable	Euribor 3 mois + 2,95 %	N.C.	Euribor 3 mois + 1,32 %

Source : Banque Magazine n° 659, juin 2004

Ainsi que le rappellent Mme Annick Moriceau et M. Olivier Hubert³, l'émission d'un TSS « *n'évite pas la création d'une dette, mais elle en assouplit les termes de telle sorte que celle-ci ne puisse plus devenir une menace pour l'entreprise en cas de difficultés financières* ». Dans un contexte jurisprudentiel aujourd'hui plus sécurisé sur la validité des clauses organisant

¹ Car désignant une nouvelle génération de titres de créances plus subordonnés que les titres « classiques » que sont les titres subordonnés remboursables (TSR) ou titres participatifs.

² Cette faculté n'a pas été utilisée pour les émissions de la Caisse nationale des caisses d'épargne et de l'Agence française de développement, mais ce mécanisme peut s'avérer utile lorsque l'émetteur dispose d'un grand nombre de lignes de dettes et doit donc organiser une grande diversité de niveaux de subordination.

³ In « Titres super-subordonnés : observatoire des émissions récentes » - Banque Magazine, n° 659, juin 2004.

un ordre de paiement, la subordination de dernier rang induit en effet que les TSS puissent servir d' « amortisseur » pour les créanciers seniors en cas de liquidation de l'émetteur, lorsque les pertes n'auront pas été absorbées par le capital social. La sécurité du financement est encore renforcée si l'émetteur assure une certaine permanence par une maturité longue (les TSS émis par Michelin sont ainsi remboursables au terme de trente années) ou par l'absence de clause stipulant l'exigibilité anticipée en cas de défaut (ce qui est le cas dans les émissions de Michelin et de la CNCE).

Ces titres peuvent constituer une alternative intéressante aux « preferred shares » et autres titres hybrides portant accès au capital, montages complexes et coûteux, souvent réalisés par l'intermédiaire d'un véhicule *ad hoc* domicilié aux Etats-Unis ou au Luxembourg, et qui se traduisent par une augmentation de capital indirecte. En effet, si les TSS peuvent ne pas être considérés comme des titres de capital sur le plan comptable¹, ils sont en revanche susceptibles d'être assimilés, sur le plan prudentiel, à des fonds propres de base.

Cette caractéristique présente ainsi un intérêt majeur pour les banques, utilisateurs privilégiés des TSS, et en l'espèce pour la CNCE et l'AFD², en ce qu'elle les autorise à améliorer leurs ratios prudentiels par un accroissement du « tier one » (fonds propres de base), sans procéder à une augmentation de capital contraignante (dilution des actionnaires existants, prérogatives afférentes aux titres de capital, difficulté à émettre dans une autre devise que l'euro, absence de déductibilité du dividende...). La similitude avec les fonds propres peut être confortée par le **régime des coupons** : à la différence des obligations classiques, dont les coupons constituent une dette exigible en cas de difficultés financières, l'émetteur de TSS peut interrompre le paiement des coupons y afférant en cas de dégradation de sa situation³. De même, la rémunération des titres peut n'être acquise que si les actionnaires ont perçu un dividende, comme c'est le cas dans les émissions de Michelin et de la CNCE.

¹ Selon les normes IFRS, une condition nécessaire mais non suffisante pour obtenir un classement en capitaux propres est que les titres ne soient pas remboursables au gré des porteurs, à l'instar des actions. Le contrat d'émission de la CNCE ne prévoit ainsi aucune clause l'obligeant à rembourser les TSS, ce qui conforte la stabilité du financement.

² Pour obtenir cette qualification prudentielle en fonds propres, la CNCE et l'AFD ont dû toutefois restreindre la rémunération des TSS et les droits des porteurs au remboursement de leurs titres, à la différence de Michelin, qui ne recherchait pas cette assimilation et a donc pu proposer des conditions de rémunération plus attractives.

³ Cette suspension du paiement ne saurait toutefois être discrétionnaire ni même automatique, et est contractuellement fixée selon des critères objectifs.

Le sort des coupons suspendus varie selon les émissions. Dans le cas de Michelin, le paiement n'est que reporté et le cumul porte lui-même intérêts ; cette option de différer le paiement des intérêts est en outre conditionnée au non-paiement des dividendes afin de ne pas créer de traitement différencié entre actionnaires et porteurs obligataires. Dans les émissions de la CNCE et de l'AFD, les coupons suspendus sont définitivement perdus, ce qui traduit la priorité de la continuité de l'exploitation sur la rémunération des titres et correspond à un des critères prudentiels de distinction des fonds propres de base de ceux complémentaires.

Les TSS peuvent aussi contribuer au **financement d'une acquisition**¹, ce qui constituait un des objectifs de l'émission de la CNCE (rachat de CDC Ixis). Il en résulte une amélioration de l'équilibre financier des émetteurs, facteur de rehaussement de la notation et de diminution des coûts d'emprunt ; et l'émetteur peut *in fine* arbitrer entre le coût des TSS et la baisse des taux d'intérêt sur le reste de sa dette.

Le potentiel des TSS n'apparaît cependant pas encore pleinement exploité, en particulier s'agissant des émetteurs non bancaires. A cet égard, la question de la **déductibilité fiscale des coupons** semble avoir fait l'objet d'incertitudes, ce qui constitue un facteur désincitatif. Les modalités de placement et de cotation des titres Michelin et CNCE² n'ont également pas facilité la naissance d'un marché secondaire, laquelle suppose des cotations sur les mêmes place et un marché suffisamment large, ce qui n'est pas encore le cas.

3. Les nécessaires précisions relatives aux contrats à terme sur marchandises

L'article 91 de la LSF a clarifié le recours en France aux contrats à terme sur marchandise³, tout en anticipant les évolutions de la réglementation communautaire, qui se sont depuis traduites dans la directive MIF. L'ancienne rédaction des articles du code monétaire et financier consacrés à ces contrats, qui sont en pratique à la fois des contrats commerciaux et des instruments financiers, avait en effet été critiquée, en ce qu'elle faisait encourir aux opérateurs **le risque d'effectuer des opérations contraires à la réglementation sur les instruments financiers et au monopole des prestataires de services d'investissement (PSI)**. La plupart des opérateurs en marchandises, n'étant assurément pas des PSI, étaient dès lors contraints de contourner la réglementation en externalisant leurs activités de *trading* et en opérant sur des marchés reconnus non européens.

¹ La réforme des normes prudentielles issue de « Bâle II » impose en particulier aux établissements de crédit de financer pour moitié leurs acquisitions sur fonds propres de base.

² Les TSS Michelin ont fait l'objet d'un placement privé en France et à l'étranger, suivi d'une cotation sur Euronext ; les titres CNCE sont cotés à Luxembourg, et les titres AFD devraient l'être sur les deux places.

³ Ces contrats (*commodity futures, forwards, swaps ou options*) sont utilisés dans une optique de couverture ou de spéculation portant sur les variations des cours de produits de base tels que l'or, le pétrole, le gaz naturel, l'électricité ou des denrées alimentaires (céréales, café, sucre...). Le principe de base consiste à prendre sur le marché à terme une position, longue ou courte, qui soit contraire à celle prise sur le marché physique, de telle sorte que la perte éventuelle sur la transaction physique puisse être compensée par un gain d'égal montant sur le marché « papier ». L'opération peut donner lieu à une livraison physique des marchandises ou à un règlement anticipé en espèces.

La nouvelle rédaction du 4 du II de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier¹ établit donc désormais **deux critères alternatifs simples de distinction** entre contrats financiers à terme sur marchandises et contrats commerciaux à terme sur marchandises, portant d'une part sur l'intervention d'une chambre de compensation et l'existence d'appels de couverture périodique, ou d'autre part sur les modalités de dénouement du contrat. Corrélativement, la livraison physique des marchandises sous-jacentes devient constitutive de contrats commerciaux de droit commun. Outre cette distinction, les opérateurs sur marchandises² bénéficient de **l'exemption d'agrément en tant que PSI** lorsqu'ils négocient des instruments financiers à terme sur marchandises pour les besoins normaux de leur activité. Cette exemption n'empêche toutefois pas l'octroi à ces opérateurs du bénéfice du « passeport » européen, ce qui semble logique compte de leur activité commerciale principale.

La LSF a donc permis d'améliorer la sécurité juridique et l'efficacité de la couverture des risques de fluctuations des prix des matières premières, activité déterminante pour nombre de nos entreprises industrielles et commerciales. Avec l'adoption de dispositions semblables dans le droit communautaire, notre pays peut faire pleinement valoir ses atouts dans le contexte de la libéralisation européenne du secteur énergétique.

II. COMPÉTITIVITÉ DU DROIT DES SOCIÉTÉS ET AMÉLIORATION DU FONCTIONNEMENT DES ENTREPRISES

Le droit des sociétés constitue, au même titre que le droit fiscal, un élément de l'environnement de l'entreprise et l'un des déterminants de sa compétitivité et de l'attractivité économique du territoire national. A cet égard, un document d'orientation³ publié par l'AFEP, l'ANSA et le MEDEF, synthétise les objectifs d'un droit moderne des sociétés :

« Les entrepreneurs ont besoin des structures juridiques les mieux adaptées, le droit des sociétés devant favoriser la création et la croissance des entreprises et non l'entraver, tout en assurant la transparence et la sécurité nécessaires aux actionnaires, aux créanciers et aux salariés ».

¹ *Les instruments financiers à terme incluent* « les instruments financiers à terme sur toutes marchandises, soit lorsqu'ils font l'objet, en suite de négociation, d'un enregistrement par une chambre de compensation d'instruments financiers ou d'appels de couvertures périodiques, soit lorsqu'ils offrent la possibilité que les marchandises sous-jacentes ne soient pas livrées moyennant un règlement monétaire par le vendeur ».

² « Entreprises ayant pour activité principale la production, la transformation, la distribution ou la vente de marchandises », *aux termes du point i) du 2° de l'article L. 531-2 du code précité.*

³ « *Pour un droit moderne des sociétés* », AFEP / ANSA / MEDEF, octobre 2003.

Le droit des sociétés doit parvenir à un équilibre entre ces diverses exigences, sans compromettre l'efficacité des entreprises.

A. DES MESURES DE SIMPLIFICATION

1. Le réexamen de certaines obligations d'information

La loi de sécurité financière a procédé à certains **aménagements de la loi NRE**, par souci de réalisme et de simplification :

- en premier lieu, l'assouplissement – déjà commenté plus haut (troisième partie) – du **régime de communication des conventions courantes** a consisté à en écarter l'application lorsqu'en raison de son objet ou des ses implications financières, la convention n'est significative pour aucune des parties. Votre rapporteur général a déjà eu l'occasion de faire état des réserves que lui inspire le dispositif mis en place, en raison de son imprécision ;

- en second lieu, les sociétés ne faisant pas appel public à l'épargne ont été exclues du champ d'application des dispositions relatives à l'information sur les **rémunérations et avantages des dirigeants**. L'article 138 de la LSF a, en effet, modifié sur ce point les dispositions de la loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques. C'est à l'initiative de votre commission des finances que l'obligation de publication des rémunérations et avantages de toute nature des dirigeants a été supprimée pour les sociétés non cotées, sauf si elles sont contrôlées par une société cotée. Il n'y avait en effet aucune nécessité de révéler les rémunérations dans les sociétés fermées qui sont souvent, d'ailleurs, des sociétés familiales.

Cette dernière modification illustre la nécessité, lorsque c'est justifié, de **distinguer le régime des sociétés cotées de celui des sociétés non cotées, les unes et les autres étant soumises à des contraintes spécifiques. Il ne s'agit pas non plus de faire de cette distinction un dogme**. Votre rapporteur général s'est ainsi montré favorable à l'inclusion de toutes les sociétés anonymes dans le champ de l'obligation de joindre au rapport annuel un rapport sur les conditions d'organisation et de préparation des travaux du conseil et sur les procédures de contrôle interne, tout en rappelant que le contenu de ce rapport serait forcément différent dans les « petites » et dans les « grandes » entreprises.

Néanmoins et de manière générale, on peut approuver l'une des idées directrices du document d'orientation précité publié par l'AFEP, l'ANSA et le MEDEF, « *consistant à distinguer dorénavant les sociétés cotées des sociétés non cotées en donnant à ces dernières une plus grande liberté statutaire dans leur direction, leur administration et la prise des décisions collectives* ».

2. Des mesures diverses concernant l'organisation des entreprises

La LSF fut l'occasion de simplifier ou d'assouplir un certain nombre de dispositifs jugés trop contraignants :

- l'article 124 de la LSF offre **une possibilité supplémentaire d'augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription, au profit d'une ou de plusieurs « catégories de personnes »**. Par ailleurs, la loi a exclu du champ de l'article L. 225-129¹ du code de commerce les cas d'augmentation de capital qui ne peuvent donner lieu à une réservation au profit des salariés : il s'agit des apports en nature et des augmentations de capital résultant d'émissions de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres ;

- l'article 131 de la LSF est **revenu sur une omission de la loi n° 2002-1303 du 29 octobre 2002** modifiant certaines dispositions du code de commerce relatives aux mandats sociaux. Cet article, introduit dans la loi à l'initiative de votre commission des finances, a permis de prendre en compte dans les mêmes conditions, pour l'application des règles relatives au cumul des mandats, les mandats exercés dans les sociétés entrant dans le périmètre de la consolidation, pour les sociétés organisées en conseil d'administration, et pour les sociétés organisées en conseil de surveillance et directoire.

Notons que la loi a également étendu le régime de cumul des mandats du code de commerce aux présidents, directeurs généraux ou directeurs généraux adjoints des établissements publics de l'Etat exerçant une activité industrielle et commerciale et de la Caisse des dépôts et consignations. Cette modification a participé au mouvement de transposition au secteur public des principes de gouvernement d'entreprise applicables au secteur privé ;

- par ailleurs, la loi a **simplifié le régime de la transformation d'une société en une société par actions**. La loi NRE avait en effet exigé un commissaire à la transformation, à peine de nullité, en cas de transformation d'une société en société par actions. Cette mesure a été limitée au cas de transformation en société par actions d'une société qui n'a pas de commissaire aux comptes (article 98 de la LSF) ;

¹ Cet article prévoyait que l'assemblée devait se prononcer, lors de toute décision d'augmentation de capital, sur la possibilité de procéder à une augmentation au profit des salariés.

- la loi a **assoupli le régime de représentation de la société par actions simplifiées** (article 118) en précisant qu'un directeur général ou un directeur général délégué peuvent exercer les pouvoirs du président. Cette disposition visait à revenir sur une jurisprudence de la Chambre commerciale de la Cour de Cassation¹ qui estimait « *qu'il résulte des dispositions de l'article L. 227-6 du code de commerce que la société par actions simplifiée est représentée, à l'égard des tiers, par son seul président* » ;

- enfin, la LSF (article 117) a supprimé une disposition malencontreuse de la loi NRE, établissant que le président « *représentait* » le conseil d'administration (article L. 225-51 du code de commerce).

B. LA SUPPRESSION DE CERTAINES SANCTIONS PÉNALES

1. Des sanctions pénales obsolètes

Lors de l'examen du projet de loi de sécurité financière en première lecture au Sénat, un amendement de notre collègue Jacques Oudin, défendu par notre collègue Joël Bourdin, a supprimé certaines sanctions pénales qui n'avaient plus lieu d'être, au profit d'un régime de nullités et d'injonctions.

Le gouvernement avait émis un avis favorable sur cet amendement, de même que la commission des lois, dont le rapporteur pour avis, notre collègue Jean-Jacques Hyest, avait indiqué en séance :

« On peut dire que la quasi-totalité des articles de la loi de 1966 comportent des incriminations pénales. Or, nombre de ces incriminations pénales ne portent que sur des fautes purement matérielles - l'énumération qu'a faite M. Bourdin est hautement significative à cet égard -, qui n'ont jamais donné lieu à des poursuites. Bien sûr, je ne parle pas ici des actes de nature authentiquement délictuelle.

« Lorsque de telles fautes vénielles sont commises, mieux vaut qu'elles donnent lieu à des nullités ou à des injonctions de faire et que l'affaire soit traitée au civil. Cette modernisation est véritablement souhaitée par tous.

« La loi de 1966 est indiscutablement surchargée d'incriminations pénales et nous devons y remédier, étant entendu que d'autres sanctions doivent être prévues.

« Au demeurant, c'est une mesure qui aurait dû être prise il y a longtemps. Elle aurait pu l'être si nous avions eu le courage de reprendre la

¹ Cass. Com. 2 juillet 2002.

loi de 1966 dans son ensemble au lieu de la modifier par petits morceaux. J'espère qu'une telle simplification nous sera un jour soumise¹ ».

Les sanctions pénales ont donc été supprimées pour les faits suivants : le fait de se faire passer pour actionnaire à une assemblée d'actionnaires ; le défaut de tenue de feuille de présence émargée par les actionnaires présents et les mandataires lors de l'assemblée des actionnaires ; le défaut de convocation, dans le délai légal, par les dirigeants d'une société anonyme, des actionnaires titulaires depuis un mois au moins de titres nominatifs ; l'émission d'obligations à lot sans autorisation ; le non-respect des dispositions régissant les droits de vote attachés aux actions ; certaines obligations relatives à l'augmentation du capital social dans les sociétés anonymes ; la non-convocation par le liquidateur au moins une fois par an des associés pour leur rendre des comptes annuels, en cas de continuation de l'exploitation sociale, ainsi que la conservation par celui-ci de son mandat au-delà des délais ; l'octroi de rémunérations supérieures à celles prévues aux représentants de la masse des obligataires.

2. Un régime de nullités contestable

La dépénalisation s'est accompagnée de l'introduction d'une **injonction** sous astreinte (s'agissant des obligations mises à la charge du liquidateur dans le cadre d'une procédure de liquidation judiciaire) et de **nullités**. **Or ces nullités ont été âprement critiquées par la doctrine et par les praticiens**, notamment en ce qu'elles sanctionnent le non-respect de vingt-trois articles du code de commerce concernant les augmentations de capital.

Il faut reconnaître que le législateur avait mal perçu la portée des nullités instituées, qui sont, d'après les termes retenus par la loi, **impératives et donc systématiques**.

Il devient ainsi théoriquement possible qu'une opération d'augmentation de capital soit annulée plusieurs années après sa réalisation. Ce cas ne s'est pas encore produit en pratique, mais une telle annulation serait très certainement difficile à mettre en œuvre, et constituerait un préjudice supplémentaire pour la société et pour ses actionnaires, alors que les manquements sont susceptibles de n'être que formels.

Votre rapporteur général est donc favorable à une adaptation du droit, consistant à remplacer ces nullités impératives par des nullités facultatives, c'est-à-dire soumises à l'appréciation du juge. Le juge pourrait ainsi apprécier le caractère opportun ou non d'une régularisation, en fonction de la nature et de l'importance de la violation constatée.

¹ *Journal officiel, Sénat, 20 mars 2003.*

*

* *

En définitive, la loi de sécurité financière a incontestablement fait progresser le droit des sociétés en assouplissant un certain nombre de dispositifs et en procédant à une dépenalisation attendue, même si des ajustements devraient être envisagés.

La récente **ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières** émises par les sociétés commerciales, prise en application de la loi n° 2003-591 du 2 juillet 2003 habilitant le gouvernement à simplifier le droit, a été prise dans le même souci de simplification et de rationalisation. Cette ordonnance tend à unifier le régime des augmentations de capital, ainsi que celui des valeurs mobilières émises par les sociétés par actions. Une telle réforme est incontestablement positive pour la place financière de Paris, car elle crée des instruments souples et adaptés aux besoins des acteurs. Elle regroupe les valeurs mobilières en deux grandes catégories, ce qui constitue un effort bienvenu de rationalisation.

Néanmoins, **votre rapporteur général tient à attirer l'attention sur l'assouplissement du régime des délégations données par l'assemblée générale en matière d'augmentation du capital.** Ces délégations ne portaient jusqu'à présent que sur les modalités de réalisation des augmentations. Elles portent désormais sur la **décision** de procéder à une émission, qui peut donc être déléguée au conseil d'administration ou au directoire (dans les limites d'un plafond global de l'augmentation et d'une durée limite de la délégation). Des sub-délégations sont possibles au directeur général, aux directeurs généraux délégués ou à un membre du directoire. **Cette disposition écorne un principe de notre droit des sociétés. Elle constitue un « retour de balancier » par rapport à l'évolution contemporaine des règles du gouvernement d'entreprise en faveur de la protection de l'information et des droits des actionnaires.** Par ailleurs, l'ordonnance rend également possible le transfert de la compétence pour décider ou autoriser l'émission d'obligations, jusqu'ici dévolue à l'assemblée générale des actionnaires, au conseil d'administration ou au directoire, ou encore au gérant.

Cette dernière évolution de notre droit des sociétés montre, en tout état de cause, que la définition d'un équilibre satisfaisant entre transparence, sécurité et efficacité n'est pas un exercice aisé. Il conviendra d'être attentif à l'application des dispositions de l'ordonnance susvisée et de ne pas exclure, le cas échéant, de les rectifier par voie législative.

CINQUIÈME PARTIE : LES DÉFIS FUTURS DE LA RÉGULATION ET DE LA SÉCURITÉ DES MARCHÉS

La sécurité financière ne saurait s'entendre dans le seul cadre national. Ses enjeux sont par nature multi-sectoriels et mondiaux, et ont de fait suscité une prise de conscience croissante au sein des instances et forums internationaux. Les travaux et recommandations d'enceintes telles que le Forum de la stabilité financière (FSF) et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) n'ont cependant de valeur autre qu'incitative. L'Union européenne a en revanche considérablement étoffé son corpus normatif au cours des cinq dernières années, la quasi-totalité des règlements et directives prévus par le Plan d'action pour les services financiers ayant été adoptés, et a instauré une procédure originale – quoique relativement complexe – de mise en œuvre de l'ensemble de ces dispositions, à travers le « processus Lamfalussy¹ », du nom de son promoteur.

Sur ces initiatives se greffent des actions de coopération bilatérale et multilatérale beaucoup plus formalisées entre les régulateurs nationaux. Ainsi se constituent progressivement, sans que l'on puisse naturellement parler de régulation financière à l'échelle mondiale, un référentiel et des principes communs d'action. Dans l'immédiat, l'amorce très récente d'un dialogue transatlantique entre la SEC et les autorités européennes, les disparités encore importantes des systèmes juridiques et les différences d'organisation des places de marché font que la régulation demeure encore compartimentée. **Pourtant, c'est bien à l'échelle européenne que les avancées paraissent à la fois les plus prometteuses et les plus nécessaires à terme**, tant pour instituer un interlocuteur crédible vis-à-vis des Etats-Unis que pour établir un cadre réglementaire cohérent avec le mouvement rapide de concentration des entreprises de marché et l'inventivité permanente des émetteurs.

¹ *La procédure Lamfalussy, du nom du président du comité des sages – M. Alexander Lamfalussy – ayant rédigé un rapport sur cette question en 2001, peut se définir comme une approche législative pour favoriser l'harmonisation européenne du cadre réglementaire des marchés financiers. Quatre niveaux ont été identifiés : le niveau 1 concerne les règles de base (pour l'essentiel, les directives et les règlements communautaires) ; le niveau 2 porte sur les mesures d'exécution, en coopération étroite avec les professionnels ; le niveau 3 correspond à celui des recommandations du CESR, en vue d'une application cohérente des textes de niveau 1 et 2 dans l'ensemble des Etats membres ; le niveau 4 porte sur la vérification de l'application des textes communautaires par les Etats membres.*

I. LES NOUVEAUX ENJEUX JURIDIQUES ET ORGANISATIONNELS D'UNE RÉGULATION INTERNATIONALE RENFORCÉE À L'ÉCHELLE EUROPÉENNE

L'article 2 de la loi de sécurité financière a énoncé, parmi les missions de l'AMF, son rôle dans la coopération financière internationale :

« Elle apporte son concours à la régulation de[s] marchés [d'instruments financiers] aux échelons européens et international ».

L'organisation des services de l'AMF a permis d'identifier une **direction de la régulation et des affaires internationales**, chargée de la coordination et du pilotage de l'évolution des règles.

La fusion des autorités de régulation au sein de l'AMF lui a conféré la visibilité et les moyens nécessaires à une action plus importante de régulation internationale, laquelle s'exerce à plusieurs niveaux : une coopération bilatérale et multilatérale accrue – dans l'enceinte notamment de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), et un pouvoir normatif croissant à l'échelle européenne.

A. LE RÔLE CROISSANT DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS DANS LA COOPÉRATION INTERNATIONALE

1. La coopération multilatérale : les travaux de l'Organisation internationale des commissions de valeurs

La coopération de l'AMF à l'échelle internationale s'exerce dans plusieurs enceintes :

- l'OICV ;
- le « Forum conjoint » (*Joint Forum*), lequel regroupe des experts des trois organisations internationales de régulateurs (le Comité de Bâle, l'OICV et l'Association internationale des superviseurs d'assurance) ;
- le Forum de stabilité financière (FSF) ;
- l'Institut francophone de la régulation financière (IFREFI) ;
- le Groupe d'action financière sur le blanchiment de capitaux (GAFI).

L'OICV, dont la conférence annuelle s'est tenue à Séoul du 14 au 17 octobre 2003, apparaît comme la structure la plus dynamique.

Ainsi que l'a développé l'AMF dans son rapport annuel 2003, lors de la réunion de Séoul de l'OICV, le comité des présidents de l'OICV a adopté les **standards sur la supervision et la surveillance des auditeurs**, définis par le Comité technique en 2002 dans le contexte de l'affaire Enron. Ces principes, déclinés selon les différentes catégories d'acteurs des marchés, visent à protéger les investisseurs, à garantir des marchés équitables, efficaces et transparents et à réduire les risques systémiques. Pour faciliter la transposition de ces principes, les principaux régulateurs nationaux des marchés développés et émergents appartiennent au Comité d'application (*Implementation Committee*) des normes OICV.

La COB, puis l'AMF, ont fait partie dès 2002 des pionniers du groupe chargé d'évaluer les commissions de valeurs mobilières qui demandent à devenir signataires de l'accord multilatéral de coopération et d'échange d'information (*Memorandum of Understanding*, ou MOU). Dans ce cadre, l'AMF préside le comité en charge des questions relatives à la gestion d'actifs (*Standing Committee 5*).

Au sein de l'OICV, les travaux du Comité technique en 2003 se sont concentrés sur les **analystes financiers**, selon plusieurs principes :

- des dispositifs doivent empêcher les intérêts financiers de l'analyste de mettre en cause l'indépendance de ses recommandations ;

- des garanties d'indépendance de l'analyste doivent être apportées, tant au regard des intérêts de l'intermédiaire qui l'emploie qu'au sein de la structure où il travaille ;

- des procédures écrites doivent identifier et traiter les conflits d'intérêts, et la présentation de l'analyse avertir sur les conflits d'intérêts : certaines obligations relatives à la présentation et à la publicité des analyses figurent ainsi, au niveau européen, dans la directive 2003/125/CE du 22 décembre 2003 relative à la présentation équitable des recommandations d'investissement et à la mention des conflits d'intérêt, prise en application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les abus de marché ;

- l'analyste doit être protégé de pressions extérieures, notamment des émetteurs ;

- les analystes doivent faire preuve d'intégrité et de compétence, tandis qu'est rappelée l'importance de l'éducation des investisseurs (thème sur lequel l'AMF a constitué un groupe de travail, dans le cadre de ses commissions consultatives).

Compte tenu des enjeux économiques internationaux que représente la profession d'analyste, et des limites d'une régulation au seul niveau national, votre rapporteur général estime nécessaire une telle « régulation par le haut », assortie de recommandations précises, laquelle doit être pleinement intégrée par les professionnels. Investie d'une nouvelle mission de réglementation (**article 8** de la loi de sécurité financière), de contrôle (**article 10**) et de sanction (**article 14**) de la profession des analystes, **l'AMF devra relayer efficacement dans ses recommandations et contrôles la mise en œuvre des principes établis au niveau international.**

Le Comité technique de l'OICV a par ailleurs approfondi ses travaux sur les **agences de notation**, mais en privilégiant l'autorégulation, en l'absence de réglementation et de contrôle spécifique des agences de notation dans de nombreux pays, dont la France.

2. La coopération bilatérale dans le contexte de l'élargissement européen

Dans la perspective du développement de la place de Paris, avant sa fusion au sein de l'AMF, la COB a conclu en 2003 son trentième-cinquième accord de coopération et d'échange d'informations bilatéral avec l'île de **Guernesey**.

De même, la COB a poursuivi en 2003 un programme de **jumelage avec la Commission de valeurs mobilières polonaise (KPWiG)**, visant à :

- la préparation du ministère des finances polonais à la libre convertibilité du zloty ;
- la création d'une autorité en charge de la lutte contre le blanchiment d'argent et devant préparer la transposition des directives relatives aux marchés financiers ;
- l'établissement d'un système opérationnel de surveillance des marchés.

Les autorités de régulation française ont également pris part aux travaux du groupe d'experts des Etats membres de l'Union européenne, devant procéder à l'évaluation par les pairs (*peer review*) de la capacité des pays candidats d'Europe centrale et orientale à mettre en place un dispositif de régulation des marchés financiers, ainsi qu'à appliquer la législation communautaire. Ce groupe d'experts représente, pour chaque Etat membre, les trois secteurs financiers (banques, assurances et valeurs mobilières). Dans ce cadre, la COB a notamment participé à une *peer review* en Slovaquie en mai 2002, et achevé une mission de suivi et de consolidation des acquis en juin 2003.

Le champ européen privilégié de la coopération bilatérale témoigne du choix d'un cadre de coopération financière principalement européen. Votre rapporteur général considère que **le champ de cette coopération pourrait à moyen terme être utilement étendu vers des pays émergents**, au premier rang desquels la Chine et l'Inde.

B. UNE CONTRIBUTION DÉCISIVE À L'ACTION COMMUNAUTAIRE

1. La collaboration des autorités nationales de contrôle dans un contexte de rapprochement des entreprises de marché en Europe

a) Les spécificités de l'organisation française de régulation au sein de l'Union européenne et des pays industrialisés

Le regroupement des autorités de contrôle, sur le modèle notamment de l'AMF, **correspond à une évolution européenne.**

M. Giulio Tremonti, alors ministre italien des finances, a ainsi annoncé le 5 janvier 2004, après le scandale de l'affaire Parmalat, le projet de créer une autorité italienne de régulation unique, se substituant à la Commission des opérations de bourse (Consob), l'autorité de contrôle des assurances (Isvap), le régulateur des fonds de pension (Covip) ainsi qu'à la Banque d'Italie. La fusion des autorités de contrôle a finalement été abandonnée, tout en procédant à un renforcement des moyens et des pouvoirs de contrôle de la Consob, compétente en principe sur l'ensemble des produits financiers.

Une étude de la Direction des relations économiques extérieures (DREE) du ministère de l'économie, des finances et de l'industrie, datée de mai-juin 2002 et intitulée « *Pratiques de régulation à l'étranger. Services financiers. Allemagne, Etats-Unis, Finlande, Japon et Suède* », a montré certaines **spécificités du système de régulation français, concernant son organisation et ses missions.**

En Allemagne, le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) a été institué le 1^{er} mai 2002 comme régulateur unique des banques, des assurances et des marchés financiers, sur le modèle de la *Financial Services Authority* (FSA) britannique. Le BaFin est organisé de manière décentralisée et dispose d'effectifs (1.500 agents) **quatre fois plus élevés que ceux de l'AMF** (laquelle pourrait compter plus de 350 agents en fin d'année 2004). Cette différence de taille ne s'explique pas seulement pas un champ d'activité plus large : la création du BaFin s'est accompagnée d'une

augmentation d'un tiers des effectifs par rapport à ceux des autorités (1.100 agents) l'ayant précédé.

Le BaFin a fait preuve d'une grande activité, suite notamment au dépôt de bilan du groupe Kirch Media et à des faillites sur le marché des valeurs technologiques (*Neuer Markt*). Il a en particulier étudié les pertes des compagnies d'assurance vie sur leurs placements ainsi que les pratiques des gérants de fonds, suite au scandale des transactions de fin de séance des *mutual funds* américains, pour s'assurer que des abus analogues n'étaient pas commis en Allemagne. L'AMF a récemment achevé une consultation sur le même sujet, ainsi qu'il a été précisé dans la quatrième partie du présent rapport d'information.

Comme l'a montré l'étude précitée de la DREE datée de mai-juin 2002, les **pays scandinaves** sont quant à eux caractérisés par un **modèle d'agence**. En Finlande, la *Financial Supervision Authority* a un statut d'agence administrative, sous tutelle du ministère des finances, dépourvue de la personnalité morale. En Suède, la stabilité et le bon fonctionnement des marchés financiers, ainsi que la protection du consommateur, incombent à l'inspection des finances (FI), agence placée sous la tutelle du ministère des finances. La compétence de la FI était initialement limitée aux banques.

Pour sa part, la **FSA** britannique envisage d'étendre son activité aux prêts hypothécaires et aux assurances, auquel cas le nombre d'établissements soumis à son contrôle quadruplerait (de 12.000 à 50.000). Les objectifs de la FSA sont proches des missions assignées à l'AMF – le contrôle des marchés financiers, le maintien de la confiance dans le système financier, la protection des épargnants, la lutte contre le blanchiment d'argent et les tentatives de manipulation des marchés et les délits d'initiés. La FSA dispose de moyens sept fois plus élevés que son homologue française (310 millions d'euros). Elle a cependant encouru des critiques sur son manque de réactivité, notamment après les scandales d'Equitable Life et d'Independent Insurance.

Au **Japon**, la *Financial Services Authority (FSA)* exerce des missions définies en des termes très proches de ceux de son homonyme britannique : elle est responsable du maintien de la stabilité et du bon fonctionnement du secteur financier, ainsi que de la protection des déposants, des détenteurs de police d'assurance et des investisseurs en valeurs mobilières. En revanche, elle a le statut d'un ministère d'Etat, rattaché au *Cabinet Office*, instance indépendante directement rattachée au Premier ministre.

Aux **Etats-Unis**, la *Securities and Exchange Commission (SEC)* a pour mission principale de préserver l'intégrité des marchés financiers et de protéger les investisseurs. A cette fin, elle emploie des effectifs (3.000 agents) sept fois supérieurs à ceux de l'AMF. La promulgation le 30 juillet 2002 de la *Corporate Accountability Act*, dite loi « Sarbanes-Oxley », a marqué un tournant dans la conception de la régulation financière aux Etats-Unis, ceux-ci

étant traditionnellement plutôt partisans de l'auto-régulation avant que ne surviennent les affaires *Enron* et *WorldCom*. Sur le plan de l'organisation, il convient d'observer qu'un certain nombre d'entités gravitent autour de la SEC, tel que le *Financial Accounting Standards Board*, en charge de l'élaboration des normes comptables.

Ce rapide tour d'horizon montre que **la personnalité morale de l'AMF française et les garanties d'indépendance apportées à la désignation de ses membres la placent à l'avant-garde des instances de régulation nationales pour assurer la confiance dans les marchés financiers**. L'AMF n'apparaît toutefois pas organisée suivant le modèle le plus extensif, lequel inclut également la régulation du secteur de l'assurance. Les règles propres aux produits financiers d'assurance ont justifié jusqu'ici le rôle spécifique de la CCAMIP.

b) L'Autorité des marchés financiers et les évolutions des règles des marchés réglementés

Les quatre marchés réglementés français (la Bourse de Paris, le Nouveau Marché, le MATIF et le MONEP) relèvent d'un opérateur unique, Euronext Paris, lequel fait partie du **groupe Euronext** qui rassemble les marchés français, belge, néerlandais, portugais et le marché de produits dérivés britanniques *London International Financial Future and Exchange Options* (LIFFE). La constitution de ce groupe donne à espérer sur la capacité d'attractivité, de réactivité et d'organisation du marché français, suite notamment aux échecs de plusieurs tentatives de rapprochement de la *Deutsche Börse* avec le *London Stock Exchange* (LSE) britannique d'une part, la Bourse suisse SWX d'autre part.

Votre rapporteur général se demande **si ce rapprochement des entreprises de marché européennes**, qui a suivi la « privatisation » de l'organisation des places, ne **pourrait pas être précurseur d'une coopération accrue entre les autorités de régulation nationales**. Une entreprise comme Euronext devra faire face aux évolutions désormais entérinées par la directive sur les marchés d'instruments financiers : dans quelle mesure les bourses traditionnelles pourront-elle rester compétitives face aux internalisateurs et continuer de drainer les ordres des opérateurs professionnels ? De façon transversale, l'AMF devra veiller au respect de l'intégrité des marchés, quel que soit le canal utilisé, ce qui rendra sa mission plus complexe.

L'intégration graduelle de ces différents marchés au sein d'Euronext s'opère au plan technique et des règles de fonctionnement. Le livre I des règles des marchés réglementés gérés par Euronext regroupe les règles harmonisées, et le livre II les dispositions propres à chaque marché national.

En 2003 et 2004, le CMF puis l'AMF ont approuvé et mis en œuvre la refonte des livres I et II, les dispositions du livre I ayant notamment été étendues aux marchés dérivés.

La **réforme de la cote d'Euronext**, annoncée en juin 2004, doit notamment **renforcer la présence des PME sur le marché boursier**. Elle se décline en trois principes :

- une liste unique sera mise en place, dans un premier temps sur Euronext Paris à compter de janvier 2005 : au sein de ce marché réglementé unique, les valeurs seront classées suivant un critère de capitalisation et un corps de règles unique ;

- afin de renforcer le segment des PME, un **label d'expert en valeurs moyennes** pourra être accordé aux intermédiaires mettant en place des équipes spécifiques pour l'analyse, le marketing et la vente des titres de PME cotées, tandis que sera créée une nouvelle gamme d'indices de valeurs moyennes ;

- le **nouveau marché Alternext** doit être organisé au cours de l'année 2005 ; il prévoit d'offrir des conditions d'accès au marché simplifiées en contrepartie d'engagements en matière de transparence financière et de protection des investisseurs.

2. La législation communautaire visant à l'instauration d'un marché unique des services financiers

Au sein de l'Union européenne, la COB et le CMF, et à leur suite l'AMF, ont activement participé, en vue notamment d'instaurer un marché unique de services financiers, à la **mise en œuvre du plan d'action pour les services financiers (PASF)**. La définition en 1999 du PASF a fait suite à la communication de la Commission européenne du 28 octobre 1998 intitulée « *Services financiers: élaborer un cadre d'action* », parallèlement à la mise en place de la monnaie unique. **A la date du 2 juin 2004, 39 des 42 mesures du PASF avaient été adoptées au niveau communautaire**, sans que l'ensemble des directives n'aient toutefois été transposées dans les droits nationaux. Un certain nombre de directives exerceront en particulier un impact majeur sur notre législation (cf. *infra*), et devront être transposées dans les deux prochaines années.

3. Les autres chantiers concernant les services financiers

Une réflexion a été engagée au niveau communautaire sur certains champs d'action extérieurs au PASF, en particulier le gouvernement d'entreprise à l'échelle européenne et les agences de notation. Le

renforcement du gouvernement d'entreprise et la modernisation du droit des sociétés ont fait l'objet d'un plan d'action spécifique, suite à une communication de la Commission européenne au Conseil et au Parlement européen le 21 mai 2003.

a) Le gouvernement d'entreprise

La Commission européenne a engagé le 21 mai 2003 une consultation publique sur la modernisation du droit des sociétés et le renforcement du **gouvernement d'entreprise**. Une communication de la Commission européenne a été publiée le 28 avril 2004.

Votre rapporteur général observe que **les principes ainsi définis témoignent du rôle précurseur de la loi de sécurité financière** et, plus largement, du droit français des sociétés s'agissant de l'obligation envisagée de déclaration annuelle du gouvernement d'entreprise (proche du rapport annuel du président sur le fonctionnement du conseil d'administration et les procédures de contrôle interne, prévu par la loi de sécurité financière), de la responsabilité collective des émetteurs sur les états financiers et les principaux documents non financiers, ainsi que de l'usage du droit de vote par voie électronique, lequel est prévu, tout en étant encadré, dans le droit français de la concurrence.

La Commission européenne envisage également une recommandation pour préciser et renforcer le statut des administrateurs indépendants.

b) Les agences de notation

Le Parlement européen a adopté le 10 février 2004 une résolution sur le rôle et les méthodes des agences de notation de crédit.

L'objet de cette résolution – non contraignante – est que les émetteurs faisant évaluer leur dette fournissent en permanence toutes les informations nécessaires pour les agences de notation, lesquelles doivent en retour se soumettre à des obligations de transparence sur les méthodes qu'elles utilisent et sur la nature de leurs relations contractuelles avec les émetteurs.

La Commission européenne a par ailleurs été invitée par le Parlement européen, dans sa résolution précitée, à « *prendre toutes les dispositions nécessaires, notamment la réalisation d'une étude coûts-avantages des effets sur les marchés financiers, pour établir s'il est nécessaire d'instaurer, sous les auspices du Comité européen des régulateurs en valeurs mobilières, un système européen pour l'enregistrement en Europe des agences de notation, effectué sur la base de critères précis et rendus publics* ». Cette initiative du Parlement européen fait ainsi ressurgir un débat qui avait été en réalité engagé par le Conseil Ecofin en avril 2002, dans le cadre d'un projet de plan « post-Enron », puis avait été en partie éludé. Les perspectives de réelle appropriation

du débat par la Commission européenne au cours des mois et années à venir demeurent cependant encore incertaines : les autres thèmes de travail ne manquent pas et les opinions et sensibilités sont partagées au sein de la direction « marché intérieur ».

Le sujet est en effet délicat dans la mesure où le marché est oligopolistique et dominé par les Etats-Unis : **deux des trois plus grandes agences de notation sont américaines**, et agréées par la seule SEC, qui délivre le statut de NRSRO (*Nationally recognized statistical rating organization*¹). Le débat porte donc sur les risques et opportunités de mise en place d'une procédure d'enregistrement européenne, concurrente de celle américaine, qui pourrait *in fine* aboutir à une reconnaissance mutuelle, sur le modèle de l'agrément des auditeurs².

Le caractère **oligopolistique** (stabilisation des parts de marché et consolidation des barrières à l'entrée) des agences de notation conduit à des **pratiques susceptibles de décrédibiliser le système de notation**, dont l'utilité est pourtant incontestable : notations « sauvages » non sollicitées par l'émetteur et assorties par la suite de pressions sur ce dernier pour les rémunérer, recours au « *notching* » (refus de noter ou sous-notation d'un instrument financier, à moins de noter l'ensemble du « pool » auquel il appartient), conditionnement de la notation d'un client à son achat de prestations de conseil annexes. En outre le nombre restreint des acteurs induit un risque d'appauvrissement des analyses, un frein à l'impartialité et à l'innovation, une influence mutuelle renforcée et finalement un risque d'alignement et de convergence des notes.

Mettre fin à cet oligopole n'est cependant pas chose aisée : la création de nouvelles agences compétitives ne se décrète pas. La mise en place d'une procédure d'enregistrement européenne pourrait constituer une voie détournée pour améliorer les conditions de concurrence du secteur. En outre, si la compétence des analystes de ces agences est reconnue, **l'indépendance** des notateurs est parfois remise en question. **Le CESR ayant travaillé sur les conflits d'intérêts au sein de la profession d'analyste financier, votre rapporteur général se demande s'il ne serait pas possible de transposer cette approche aux agences de notation.**

Cette double problématique de l'oligopole et de l'indépendance illustre de fait la nature hybride des agences de notation, dont les caractéristiques ressortissent à la fois aux cabinets d'audit et aux analystes financiers.

¹ Outre les trois agences Standard & Poors, Moody's et Fitch Rating, seule la Dominion Bond Rating Service Limited a été reconnue comme NRSRO.

² Ainsi qu'il a été souligné en introduction, le caractère extraterritorial de l'agrément délivré par la PCAOB a dans un premier temps été mal perçu en Europe, avant que les discussions transatlantiques ne progressent pour qu'apparaisse clairement la perspective d'accords bilatéraux de réciprocité.

4. L'implication de l'Autorité des marchés financiers au sein du Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières : vers un régulateur européen ?

a) La place de l'AMF au sein du Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières

L'AMF, et avant elle la COB et le CMF, participent pleinement à la constitution d'un cadre propice à une régulation à l'échelle européenne.

Cette coopération s'opère au sein du Comité européen des régulateurs en valeurs mobilières (*Committee of European Securities Regulators, CESR*), dont une part importante des travaux consiste dans la rédaction d'avis à l'intention de la Commission européenne.

Ainsi que l'a souligné l'AMF dans son rapport d'activité 2003, les services de la COB et du CMF étaient présents dans l'ensemble des groupes de travail relatifs aux travaux préparatoires de niveau 2, c'est-à-dire les mesures de comitologie, identifié comme le niveau pertinent en vue d'une harmonisation maximale des différentes réglementations des Etats membres dans le cadre de la procédure Lamfalussy.

Le président de l'AMF préside l'un des trois groupes de travail sur la rédaction des avis de niveau 2 relatifs à la **directive sur les marchés d'instruments financiers**. Il participe également au *steering group* chargé de coordonner l'ensemble des travaux, sous la présidence du président du CESR.

Trois sous-groupes permanents assurent la continuité des travaux du CESR :

- le Panel d'exécution (*Review panel*), devant assurer une transposition harmonisée des standards du CESR ;

- le CESR-Pol, réunissant les responsables des services d'inspection et de surveillance des marchés des Commissions membres du CESR, en vue de faciliter les échanges d'informations entre les membres ;

- le CESR-Fin, ayant pour rôle principal le suivi de l'information financière et la coordination de l'activité de deux sous-comités, en charge respectivement de l'approbation des normes comptables internationales et de la vérification de la bonne application de ces normes.

Le président de la COB, M. Jean-François Lepetit, assisté du secrétaire général du CMF, M. Bertrand de Mazières, a animé en 2003 un **groupe de réflexion sur la volatilité des marchés**, dont les conclusions ont souligné le besoin d'une information renforcée sur certaines transactions et

l'importance des processus de formation des prix avec la structure des marchés.

Le CMF a également participé au **groupe de travail commun sur les processus de règlement et de livraison des titres** en Europe, visant – selon une approche fonctionnelle – à définir des normes communes sur la sécurité, la qualité et l'efficacité des activités post marché.

A l'issue d'une consultation publique achevée au 1^{er} juin 2004, **le CESR s'est interrogé sur ses méthodes de travail** dans le cadre de la procédure Lamfalussy destinée à l'harmonisation de la transposition des directives européennes. Le CESR intervient aux niveaux 2 et 3. Il effectue des recommandations (au niveau 3) sans que n'aient toujours été arrêtées les mesures ayant une portée juridique normative (niveau 1) ou d'exécution (niveau 2).

Pour renforcer les pouvoirs du CESR, et mieux prendre en compte les observations des professionnels, votre rapporteur général souhaite **améliorer la coordination entre les régulateurs nationaux dans le cadre d'enquêtes**, ce qui éviterait à des intermédiaires de devoir répondre à différents régulateurs sur un même dossier.

b) Quelle autorité européenne à terme ?

Si ces évolutions plaident dans le sens de la constitution d'une autorité européenne à plus ou moins long terme, le modèle d'organisation d'une telle autorité européenne reste à définir.

Cette évolution ne constitue pas encore une perspective immédiate, comme l'a souligné M. Francis Mer, alors ministre de l'économie, des finances et de l'industrie, dans un entretien à l'AGEFI publié le 21 juillet 2003 :

« Pour l'instant, les esprits ne sont pas encore mûrs. Les réformes accomplies en Espagne, en Grande-Bretagne et dans d'autres Etats membres témoignent d'une prise de conscience sur la nécessité d'avoir des autorités de régulation modernes, actives et responsables. C'est une première étape vers l'édification, à terme, d'une instance de régulation européenne. Même si le sujet a donné lieu à des débats, je ne vois pas personnellement comment on peut prétendre faire l'économie d'une telle institution à l'échelle européenne alors que l'on travaille à l'unification d'un marché unique des valeurs mobilières ».

Pour sa part, votre rapporteur général est favorable à une **dissociation entre la surveillance prudentielle bancaire** (laquelle pourrait être assurée, à plus longue échéance, par la Banque centrale européenne) **et la surveillance des marchés** – la fin du monopole des marchés réglementés conduisant à une

régulation globale, quels que soient les intervenants et canaux d'accès. Une telle surveillance pourrait être fondée sur le critère transversal de l'appel public à l'épargne.

La mise en place de la réglementation européenne conduit à une harmonisation par le bas, s'agissant des normes relatives aux produits et aux procédures. Cette évolution doit s'accompagner d'une **harmonisation par le haut des règles de surveillance, d'agrément et de sanction, dans la mesure où un référentiel commun** aura progressivement été établi, dans le cadre d'une coopération renforcée – ce que tend à accélérer le processus Lamfalussy.

La perspective d'une autorité européenne est de nature à **répondre à l'interconnexion croissante des marchés** – sous l'effet notamment du regroupement des entreprises de marché, des grandes fusions transnationales d'entreprises et de la mise en place de passeports européens pour les différents produits et opérateurs. A cet égard, le développement de conglomérats financiers a donné lieu à une réglementation communautaire au niveau législatif.

L'impératif d'une autorité européenne est enfin rendu d'autant plus nécessaire par le **besoin d'un contrepoids aux marchés américain et, demain, chinois.**

II. LES MUTATIONS DES MARCHÉS FINANCIERS, DÉFIS POUR LES RÉGULATEURS

A. LES MULTIPLES AVATARS DES INSTRUMENTS FINANCIERS

1. La multiplication des produits hybrides et des sources alternatives de crédit

Au cours de la période récente, la raréfaction des introductions en bourse et la rigueur des exigences des banques dans les prêts qu'elles octroient (multiplication des covenants dans les conventions de crédit) ont incité les entreprises à recourir davantage à des **formes alternatives de financement sans appel public à l'épargne**, telles que l'affacturage ou le crédit-bail, **ou à continuer de faire appel public à l'épargne, mais en utilisant des**

instruments de marché de plus en plus diversifiés ou en modifiant les clauses de contrats d'émissions déjà réalisées¹.

Nombre de ces instruments constituent la famille des titres « hybrides » : *equity lines* et programmes d'augmentation de capital par exercice d'options, obligations à bons de souscription d'actions remboursables (OBSAR, dont le volume d'émissions est toutefois plus réduit que ce que leur médiatisation laisse entendre), obligations convertibles en actions nouvelles (Océanes), obligations échangeables en actions, options de crédit (inaugurées par Casino en mai 2004)... **Ces canaux alternatifs d'accès au financement bancaire ou de marché supposent toutefois une certaine surface financière** pour couvrir les coûts de structuration ou commissions y afférents, et ne permettent donc pas pour autant aux plus petites entreprises de recourir à des moyens autres que le crédit bancaire « classique ».

Issus de la LSF, les nouveaux titres super-subordonnés, déjà évoqués dans la quatrième partie du présent rapport d'information, participent de ce mouvement, bien qu'ils ne constituent pas à proprement parler une nouvelle catégorie de titres, mais permettent d'introduire de nouvelles clauses de subordination dans des instruments déjà disponibles. Leur introduction constitue une avancée importante dans l'enrichissement des outils de financement des entreprises. **Votre rapporteur général souhaite toutefois appeler l'attention de l'AMF sur la nécessaire vigilance que la sophistication croissante du continuum entre capital et dette suppose.** Tout comme les titres hybrides de la famille des obligations convertibles ou remboursables en actions, les TSS témoignent de l'atténuation progressive de la frontière entre haut et bas de bilan.

2. La nécessité de préserver les droits des actionnaires

Les dispositions de la récente ordonnance portant réforme des valeurs mobilières² confirment la tendance au rapprochement du traitement des assemblées d'obligataires et d'actionnaires. Si certains compartiments de la dette sont considérés comme des placements dynamiques, il convient cependant de rappeler que la prise de risque inhérente à la position d'actionnaire doit être justement rétribuée. Alors que le capital social n'est plus guère perçu comme le gage commun des créanciers, **l'investissement en fonds propres demeure le garant de la préservation de la continuité de l'exploitation de l'entreprise.**

¹ En application, s'agissant des obligataires, des principes posés par les articles L. 228-65 et L. 228-68 du code de commerce.

² Ordonnance n° 2004-604, publiée au JO du 26 juin 2004.

L'inventivité de l'ingénierie financière permet également de proposer de nouvelles parades à des offres publiques d'achat : **les bons de souscription d'actions (BSA) « Plavix »** qui avaient été envisagés par Aventis dans le cadre de l'offre de Sanofi-Synthélabo, constituaient une assurance contre les défaillances supposées de l'acquéreur¹ et permettaient, s'ils étaient exercés après que l'offre fut réalisée, de diluer Sanofi de 16 % dans le nouveau groupe, et ce faisant de l'inciter à relever son offre pour garder le contrôle.

Confrontée à cette multiplicité de situations, **l'AMF doit faire preuve de vigilance, de réactivité et de capacité d'adaptation de sa doctrine** pour que soient respectés les principes fondamentaux de droit des sociétés et du droit boursier. L'autorité de régulation rappelle ainsi, dans son récent rapport annuel, les principes applicables aux opérations de recapitalisation et de restructuration de dette des sociétés, au premier rang desquels l'égalité entre porteurs obligataires ou actionnaires d'une même masse, et la clarté de l'information délivrée par l'émetteur.

Le traitement par l'AMF de la nouvelle mesure de défense anti-OPA offerte par les « BSA Plavix » est à cet égard **révélateur du conflit potentiel entre droit boursier et droit des sociétés**, et en l'espèce entre le libre jeu des offres et surenchères et la souveraineté des actionnaires². Votre rapporteur général estime que l'invalidation finalement opposée par l'AMF constitue une solution raisonnable ; à défaut, on aurait pu en effet craindre que l'exercice des bons ne donne lieu à une complexe escalade de « BSA anti-BSA ».

3. L'harmonisation encore perfectible des instruments financiers en Europe

Dans ce domaine, **l'harmonisation européenne connaît ses limites et ne bride pas la créativité**, compte tenu des différences – vraisemblablement encore durables – entre les droits nationaux des valeurs mobilières. En outre, en dépit des apports du PASF et plus particulièrement des deux directives relatives aux OPCVM, de nombreux produits d'investissement ne bénéficient pas du régime du passeport européen. **Il n'est cependant pas interdit d'imaginer qu'un tel passeport puisse à terme être institué pour les fonds alternatifs et les structures équivalentes aux fonds communs de placement à risque (FCPR), véhicules complexes qui**

¹ En l'espèce, la menace de commercialisation d'une version générique du Plavix, principal médicament de la gamme de Sanofi.

² Les BSA revenaient à imposer unilatéralement à Sanofi un relèvement de son offre de 25 %. Une telle modification nécessitait soit l'accord de Sanofi, soit l'autorisation pour Sanofi de retirer son offre, alors que les hypothèses de retrait avaient été limitativement énumérées et visées par l'AMF. Il s'agissait donc en particulier de déterminer si les BSA d'Aventis emportaient modification de la consistance de la cible. Le retrait de l'offre aurait également privé les actionnaires de Sanofi d'une offre déclarée recevable par l'AMF.

bénéficieraient certainement d'efforts d'harmonisation susceptibles, s'agissant des FCPR, de faciliter le financement des entreprises.

Les **titres de créances à court terme** présentent également des disparités et n'ont pas réellement profité de l'avènement de l'euro, mais il s'agit plutôt en l'espèce de faire converger les pratiques des marchés domestiques (et en particulier celles des deux acteurs principaux que sont Londres et Paris) vers l'établissement d'un label, que de mettre en œuvre une directive communautaire spécifique.

4. Assurer la transparence des rachats de titres

Le régime des rachats par les sociétés de leurs propres titres, opportunément assoupli par la loi du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier, peut également illustrer les limites de l'utilisation des instruments financiers au service de la stratégie de l'entreprise. Les rachats régis par l'article L. 225-209 du code de commerce, cantonnés dans la stricte limite de 10 % du capital social de la société (et dont l'autorisation par l'assemblée générale est plafonnée à 18 mois), **ont en effet avant tout vocation à servir la politique actionnariale** et à accroître le bénéfice par action, en procédant *a posteriori* à des « stérilisations » de capital. Outre l'attribution de titres rachetés aux salariés dans le cadre de l'épargne salariale ou de plans de stocks-options, **les titres rachetés peuvent être conservés puis revendus**, ou utilisés dans une opération d'acquisition ou d'échange.

Des abus et détournements sont néanmoins possibles¹. **Il importe donc à la société de faire preuve de la plus grande transparence à l'égard des actionnaires**, sous le contrôle de l'AMF, sur l'affectation des programmes de rachat. Or force est de constater que les résolutions adoptées en assemblée

¹ *Le rapport remis en janvier 1998 par M. Bernard Esambert, qui a directement inspiré la réforme précitée, précisait ainsi :*

« La nouvelle législation devrait permettre aux entreprises qui décident de ne pas les annuler, d'utiliser les titres rachetés notamment pour procéder à une acquisition ou à un échange par remise de titres comme c'est le cas aux États-Unis. **Cette possibilité pourrait cependant faire craindre certains abus** : remise des titres à des sociétés amies, risque de dilution pour les actionnaires, possibilité de replacer les titres sur le marché sans passer par la procédure protectrice d'émission (le reclassement des titres revient en effet à une augmentation de capital sans les garanties apportées aux actionnaires par la procédure normale notamment le droit préférentiel et le délai de priorité), financement d'acquisitions sans respecter la procédure des apports en nature.

« Afin de supprimer ces risques, il serait nécessaire que la plus grande transparence existe quant au sort des titres rachetés. C'est pourquoi l'entreprise devrait être contrainte d'informer les actionnaires et le marché de l'exacte situation des titres autodétenus, et cela régulièrement.

Par ailleurs, il est proposé **d'interdire, comme c'est le cas aux États-Unis, qu'une opération soit financée à l'aide des titres rachetés dans le délai d'un an après leur acquisition, de façon à éviter ce qui constituerait de toute évidence une utilisation anormale de la procédure de rachat** ».

générale ne brillent pas toujours par leur clarté. En outre, les rachats sont parfois assortis de transactions sur produits dérivés, qui dans certains cas (ventes de *puts*) **peuvent s'apparenter à une spéculation de la société à la baisse de ses propres titres**, situation pour le moins préjudiciable à la crédibilité de la stratégie et du management. L'examen du cas Vivendi Universal montre que cette hypothèse n'est pas théorique. Votre rapporteur général considère donc que le régime des rachats de titres mériterait sans doute d'être clarifié, sans remettre en cause sa légitime inspiration, qu'il avait d'ailleurs pleinement soutenue lors de l'adoption du dispositif en 1998.

B. LES BOULEVERSEMENTS DE L'ENVIRONNEMENT JURIDIQUE DE L'ACCÈS AUX MARCHÉS

1. L'impact majeur de la directive sur les marchés d'instruments financiers

a) Des garanties savamment dosées mais qui n'effacent pas les risques de réduction de la liquidité et de la transparence

Ainsi qu'il a été relevé dans la troisième partie, la directive sur les marchés financiers, adoptée le 21 avril 2004 après force débats techniques, induit une remise en cause de l'architecture des marchés financiers avec l'abandon du principe de concentration des ordres. Il n'est pas assuré que la consécration de la concurrence entre trois principaux modes de négociation des ordres¹ ne conduise pas à une fragmentation étendue des bassins de liquidité, mais **un certain nombre de garde-fous ont été mis en place**, notamment sous l'influence française, pour assurer un fonctionnement conforme aux intérêts des investisseurs et en particulier aux moins aguerris d'entre eux : encadrement des agents liés, encadrement du service d'exécution simple sans conseil (*execution only*), régime des investisseurs professionnels et des contreparties éligibles, **règles de transparence pré et post-négociation, règle de meilleure exécution.**

Le fossé pourrait néanmoins s'accroître entre le « marché de gros » constitué de professionnels investissant essentiellement par le canal des internalisateurs, **et le « marché de détail »** des particuliers positionnés sur les places réglementées. La baisse des coûts de transaction, fonction de la taille des ordres, se ferait dès lors essentiellement au bénéfice des teneurs de marché (autrement dit des grandes banques, et au premier rang de celles ci les banques

¹ *Ordres transitant via les marchés réglementés, plates-formes multilatérales (alternative trading systems – ATS), intégrés dans le règlement général du CMF par un arrêté d'homologation du 25 juillet 2003, qui étend la définition du service d'exécution d'ordres pour compte de tiers à la gestion de tels systèmes) et systèmes internes de négociation.*

anglo-saxonnes), et éventuellement des investisseurs professionnels et des entreprises, si les « internalisateurs » acceptaient de ne pas traduire cette baisse de leurs coûts par une augmentation équivalente de leur marge.

b) Au-delà de la directive, l'enjeu stratégique des mesures d'application

Après d'âpres débats, le texte final représente un compromis relativement favorable aux intérêts des marchés continentaux, traditionnellement régis par les ordres à la différence des marchés anglo-saxons, habitués au rôle des *market makers*. **Il faut toutefois se garder d'entretenir de trop grandes illusions sur le résultat final, car nombre de points déterminants restent à préciser**, dans le cadre des mesures de niveau 2 de la procédure Lamfalussy. Les travaux de comitologie portent en particulier sur la règle de meilleure exécution, les règles d'admission des instruments financiers aux négociations sur les marchés réglementés, et sur l'application du principe de transparence de pré négociation, qui passe par la **définition du seuil de « taille standard » d'un ordre**, au-delà duquel la transparence n'est plus requise.

Ainsi qu'il a été précisé, l'AMF est fortement impliquée dans les travaux de comitologie relatifs à cette directive puisque M. Michel Prada préside le groupe d'experts sur les questions de surveillance des marchés et de coopération. Votre rapporteur général relève toutefois que les deux autres groupes d'experts portent sur des enjeux très stratégiques, la transparence des marchés et les dispositions relatives aux intermédiaires, et sont respectivement présidés par un membre du conseil de l'autorité de régulation hollandaise et le président de la FSA britannique. **Il s'agirait donc d'éviter que les mesures techniques de niveau 2 ne fournissent un moyen détourné aux grandes banques anglo-saxonnes d'imposer à nouveau leurs conceptions et leurs intérêts**, et que ne soit ainsi rompu dans les faits, mais pas dans les principes, le délicat équilibre atteint par la directive. Votre rapporteur général espère que l'expérience du président de l'AMF saura prévenir des dérives subreptices, mais se montrera néanmoins vigilant sur le contenu des mesures d'application qui seront décidées au cours des prochains mois.

2. Un corpus de directives importantes pour notre législation

a) Le respect du calendrier de transposition des directives prospectus et abus de marché

(1) La directive prospectus

La **directive** sur le **prospectus**, publiée au Journal officiel du Conseil européen le 31 décembre 2003, concerne le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission à la négociation de

valeurs mobilières. La directive fixe un objectif d'harmonisation maximale. Elle consolide les évolutions récentes du droit national, notamment l'incorporation par référence de documents précédemment déposés auprès du régulateur, ainsi que le contrôle *a posteriori* des documents de référence.

De **nouvelles dispositions devront toutefois être transposées** dans la législation et la réglementation française, **au plus tard en juillet 2005**, en particulier dans les domaines suivants :

- le champ d'application du texte est étendu aux parts émises par les organismes de placement collectif de type fermé, mais il ne s'applique pas aux offres de valeurs mobilières inférieures à 2,5 millions d'euros : le législateur français devra ainsi **aménager la définition de l'appel public à l'épargne** ;

- corrélativement, la transposition de la directive pourrait également conduire le législateur à **modifier les critères de définition du placement privé** (qui emporte exonération de publication du prospectus) et à abandonner la notion de « cercle restreint d'investisseurs », qui peut présenter certaines difficultés d'application ;

- compte tenu de l'application maximale de la directive, **le champ des dispenses de prospectus devra être élargi** ;

- les **délais d'examen du prospectus par l'autorité compétente seront en principe de dix jours**, tandis qu'une **procédure assouplie** doit être instaurée pour les émetteurs déjà admis à la négociation sur un marché réglementé et faisant souvent appel public à l'épargne ;

- **les investisseurs auront la possibilité de se rétracter dans un délai de deux jours** en cas de fait nouveau ou d'inexactitude de nature à influencer l'évaluation de valeurs mobilières.

(2) Le dispositif abus de marché¹

Quatre textes ont été publiés par la Commission européenne fin 2003 et début 2004, dans le cadre des **mesures d'application de la directive 2003/6/CE** du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les **abus de marché** :

- la directive 2003/124/CE du 22 décembre 2003 concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des abus de marché ;

- la directive 2003/125/CE du 22 décembre 2003 est relative à la présentation équitable des recommandations d'investissement et à la mention des conflits d'intérêt ;

¹ Voir également le IV de la troisième partie.

- la directive 2004/72/CE du 24 avril 2004 concerne les pratiques admises de marché, la définition de l'information privilégiée portant sur les instruments dérivés, l'établissement des listes d'initiés, la révélation des opérations sur titres réalisées par des personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et la notification d'opérations suspectes à l'autorité compétente ;

- le règlement CE n° 2273/2003 porte sur les dérogations prévues pour les programmes de rachat et la stabilisation d'instruments financiers.

Votre rapporteur général se félicite de la **surveillance accrue des analystes** qu'impliquent ces dispositions, en offrant une information complète au public sur les conflits possibles d'intérêts et les changements significatifs pouvant intervenir postérieurement à la publication.

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

b) Les travaux conduits dans le cadre des directives transparence et offres publiques d'acquisition

(1) La directive transparence sur les obligations d'information des sociétés cotées sur un marché réglementé

Les obligations de publicité auxquelles sont soumises les sociétés cotées sur un marché réglementé doivent être refondues, dans le cadre du projet de directive présentée par la Commission européenne le 26 mars 2003 et approuvé par le Parlement européen le 30 mars 2004.

Le texte proposé vise à harmoniser les informations relatives à la publication des comptes annuels et semestriels, du rapport de gestion, des données trimestrielles, des franchissements de seuil et certaines informations – comme les modifications des droits des porteurs et les nouvelles émissions obligataires.

En application de la directive, les sociétés admises sur un marché réglementé qui ne publient pas de rapport trimestriel sont tenues de publier un **rapport de gestion intérimaire**. Votre rapporteur général considère que l'obligation de publication de comptes trimestriels, qui avait originellement la faveur de la Commission européenne, eût créé des obligations trop lourdes pour les entreprises, indépendamment des ses éventuelles incidences sur la volatilité des cours.

(2) La directive sur les offres publiques d'acquisition

La proposition de directive concernant les offres publiques d'acquisition (OPA) a été adoptée par le Parlement européen en décembre 2003, en vue d'une entrée en vigueur au premier semestre 2004 et d'une transposition en droit interne par les Etats membres dans un délai de deux ans.

Conformément aux demandes formulées notamment par le Parlement européen en juillet 2001, la directive OPA définit la **notion de prix équitable**, fixe des règles du jeu égales entre acteurs (« *level playing field* ») au sein de l'Union européenne et instaure des **procédures de retrait obligatoire à la demande de l'actionnaire majoritaire ou d'un actionnaire minoritaire**.

Suite à un compromis, l'application des dispositifs anti-OPA suivants a été rendue facultative¹ :

- la compétence exclusive de l'assemblée générale des actionnaires réunie pendant l'offre pour autoriser des mesures de défense anti-OPA ;

- la neutralisation, pendant la période d'offre ou à l'issue de celle-ci, des clauses restrictives concernant le transfert de titres et de droit de vote d'une part, le droit de vote multiple d'autre part.

Votre rapporteur général rappelle que, sur son initiative, le Sénat avait adopté la résolution n° 405 (1998-1999) sur la proposition de treizième directive du Parlement européen et du Conseil en matière de droit des sociétés **concernant les offres publiques d'acquisition** (n° E-598). Prolongeant les travaux conduits en ce sens, notre collègue Yann Gaillard a déposé une proposition de résolution, annexé au procès-verbal de la séance du 12 mars 2003, sur la proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition (n° E-2115 rectifié, cf. *encadré ci-dessous, extrait du rapport de votre rapporteur général sur la proposition de résolution*).

Les précédentes propositions de résolution à l'initiative de la commission des finances du Sénat sur les propositions de directive concernant les offres publiques d'acquisition

« Le 5 février 2003, la délégation du Sénat pour l'Union européenne, sur le rapport de notre collègue Yann Gaillard, a adopté une proposition de résolution sur la proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition (n° E 2115 rectifié). Votre commission des finances en est saisie.

¹ La directive n'oblige pas les Etats membres à introduire dans leur droit interne ces deux principes, mais elle ouvre la possibilité, pour les sociétés établies sur le territoire d'un Etat membre, d'appliquer ces principes, tout en prévoyant un mécanisme de **réciprocité** en cas de non-application de ces principes par l'initiateur d'une offre.

« Votre commission des finances a souhaité se prononcer rapidement sur cette proposition de résolution. En effet, les négociations sur la proposition de directive sur les offres publiques d'acquisition étant actuellement dans une phase difficile, il convient que le Sénat prenne position sur les grandes orientations de la proposition de directive ainsi que sur les sujets qui font actuellement débat. Votre rapporteur se félicite donc que notre collègue Yann Gaillard ait pris l'heureuse initiative de cette proposition de résolution, ce qui illustre une nouvelle fois l'apport des travaux de la délégation du Sénat pour l'Union européenne.

« Le sujet n'est pas nouveau pour votre commission des finances. Elle avait déjà eu l'occasion, en 1999, d'adopter une proposition de résolution de votre rapporteur. Cette résolution demandait au gouvernement :

- « de s'assurer que le texte final de la directive réaffirme **le principe de la libre circulation des capitaux** afin que la législation des Etats-membres n'entrave pas le libre jeu des offres publiques d'acquisition » ;

- « de s'assurer **que la reconnaissance de moyens réputés équivalents à une offre obligatoire ne pourra pas être utilisée par certains pays dans le seul but de se soustraire aux prescriptions de la présente directive**, et de préciser les procédures à suivre par ces Etats pour obtenir une telle reconnaissance » ;

- « de s'efforcer de **promouvoir la fixation d'un seuil maximum de 50 % des droits de vote pour le déclenchement d'une procédure d'offre obligatoire** au sens de la (...) directive » ;

- « de favoriser **l'approfondissement de la coopération et de la coordination des systèmes de supervision européens et d'envisager l'instauration à moyen terme d'un système commun à l'ensemble de l'Union économique et monétaire** » ;

- « de favoriser l'adoption de la directive par le Conseil dans les meilleurs délais, tout en soulignant le fait que celle-ci ne doit représenter qu'une première étape vers une harmonisation plus complète des droits en ce domaine ». (...) »

Source : Sénat, rapport n° 209 (2002-2003)

CONCLUSION

La loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 est une bonne loi. Elle manifeste une certaine unité conceptuelle et a permis la mise en place de réformes structurelles et attendues : rationalisation des autorités de contrôle, unification du régime du démarchage bancaire et financier, modernisation de certains instruments financiers, consolidation de l'indépendance des commissaires aux comptes, renforcement du gouvernement d'entreprise. **Entre la sécurité normative et la responsabilité par l'autorégulation, elle trouve une voie médiane** – que d'aucuns jugeront peut-être trop rigide et formaliste par certains aspects (le régime du démarchage et des conventions courantes par exemple), trop souple par ailleurs – qui permet à notre pays de disposer d'un système de régulation à la fois sûr et compétitif.

La LSF comporte des dispositions plus ou moins détaillées, dont l'application donne lieu à des mesures d'application gouvernementales et à des interprétations par les praticiens. **Cette mise en oeuvre peut être jugée globalement rapide et efficace :**

- de façon générale, mais plus encore dans un domaine aussi changeant et réactif que celui des marchés financiers, l'efficacité et la crédibilité de la loi étaient largement tributaires de la célérité que manifesterait l'exécutif et les professionnels dans la conception et l'adoption des mesures d'application. Le bilan est à cet égard assez satisfaisant : les acteurs se sont rapidement appropriés la loi et en ont respecté l'équilibre, et tous les décrets auront été publiés d'ici quelques mois. Alors que le principal volet de la LSF – la mise en place de l'AMF – s'est concrétisé dès novembre 2003, **on peut estimer que la loi sera pleinement opérationnelle d'ici la fin de l'année**, ce qui constitue un délai décent et de nature à conforter la crédibilité de ce pan de l'action gouvernementale.

Certaines dispositions se heurtent néanmoins à des facteurs de blocage ou d'inertie qui devront être levés : la lente installation de la CCAMIP – dont les débuts sont pour l'heure moins convaincants que ceux de l'AMF –, le droit d'ester en justice des associations d'investisseurs ou l'autonomie financière du H3C ;

- **la compréhension de la loi par les professionnels a parfois donné lieu à d'intenses débats doctrinaux et divergences d'appréciation**, en particulier sur la complexité du régime du démarchage, la portée du rapport sur le contrôle interne et le périmètre des services auxiliaires de conseil que peuvent fournir les cabinets d'audit. Cela n'a rien de surprenant, compte tenu de l'impact de certaines dispositions sur le fonctionnement des entreprises et de la vocation de la loi à fixer des principes. Si certaines critiques ont parfois été vives, on constate aujourd'hui, comme on pouvait l'escompter, que ces

divergences s'aplanissent et que des interprétations et coutumes se mettent en place. L'effort de promotion de pratiques de place conformes à l'esprit de la loi tend ainsi à l'emporter sur les réactions épidermiques.

Certaines objections soulevées et le mouvement perpétuel d'amélioration de la loi légitiment de **possibles aménagements de niveau législatif**, parmi lesquels :

- des clarifications sur le régime du démarchage ;
- la poursuite de la sécurisation des opérations de titrisation de créances futures ;
- une clarification de l'utilisation des rachats par les sociétés de leurs propres titres, dans le respect des principes posés par le rapport Esambert ;
- l'allègement du dispositif d'information du conseil d'administration sur les conventions courantes ;
- des ajustements tendant à une meilleure utilisation de l'action *ut singuli* ;
- une mise en œuvre raisonnable de la dépenalisation du droit des sociétés, en substituant des nullités facultatives et des injonctions à un certain nombre de nullités obligatoires ;
- une plus grande transparence des flux financiers avec les territoires offshore non coopératifs, par la responsabilisation du conseil d'administration, des commissaires aux comptes et de l'AMF.

Il ne saurait donc être question pour l'heure de mettre en place une révolution juridique interne, d'autant que la récente **ordonnance sur les valeurs mobilières** vient de procéder à une refonte de grande ampleur de pans essentiels de notre droit financier. A cet égard, votre rapporteur général regrette, d'une part, que cette réforme certes technique ait éludé toute consultation digne de ce nom des milieux parlementaires concernés, et d'autre part, qu'elle se révèle à certains égards proche de la contradiction avec l'esprit de la LSF, en étendant singulièrement le pouvoir du conseil d'administration ou du directoire en matière d'autorisation d'émissions de fonds propres.

A court et moyen terme, des évolutions majeures seront en revanche certainement à attendre de la **transposition de plusieurs directives** adoptées dans le cadre du Plan d'action pour les services financiers : les directives sur les marchés d'instruments financiers, « abus de marché » et « prospectus » nous conduiront à adapter certains principes structurants de notre droit financier.

Notre droit doit évoluer, mais il faut résister à la tentation de le bouleverser en permanence. La LSF sera pérenne et crédible si les autorités de contrôle qu'elle institue, l'AMF en premier lieu, font preuve de rigueur et de réactivité. La pertinence des choix effectués se mesurera également à la capacité de l'AMF de peser dans les débats internationaux et à prêter une attention équivalente aux investisseurs individuels et aux professionnels des marchés.

* *

*

LISTE DES PERSONNES AUDITIONNÉES PAR VOTRE RAPPORTEUR GÉNÉRAL

- Association française de gestion :

M. Pierre Bollon, délégué général, le 12 mai 2004.

- Mouvement des entreprises de France (MEDEF) :

M. Bernard Field, secrétaire général de Saint-Gobain et président de la commission juridique, Mme Joëlle Simon, directeur des affaires juridiques, Mme Agnès Lepinay, directeur des affaires économiques, financières et fiscales, et Mme Karine Grossetête, chargée de mission pour les relations avec le Parlement, le 7 juin 2004.

- M. Didier Kling, commissaire aux comptes et président de Kling & associés, le 7 juin 2004.

- Fédération bancaire française (FBF) :

M. Jean Tricou, directeur, et Mme Séverine de Compreignac, chargée des relations avec le Parlement, le 9 juin 2004.

- Association des actionnaires minoritaires (ADAM) :

Mme Colette Neuville, présidente, le 8 juin 2004.

- Compagnie nationale des commissaires aux comptes :

M. Michel Tudel, président, et M. François Hurel, le 10 juin 2004.

- Commission de contrôle des assurances (CCA) et Commission de contrôle des mutuelles et institutions de prévoyance (CCMIP) :

M. Jacques Delmas-Marsalet, président de la CCA et de la CCMIP, et Mme Florence Lustman, secrétaire générale de la CCA, le 14 juin 2004.

- M. Jean-Jacques Daigre, professeur à l'université de Paris I, le 15 juin 2004.

- Association française des entreprises privées (AFEP) :

M. Jean Claude Simon, directeur, et Mme Odile de Brosses, directrice-adjointe du service juridique, le 18 juin 2004.

- **Autorité des marchés financiers (AMF) :**

> M. Michel Prada, président de l'AMF, devant la commission (cf. compte-rendu en annexe), le 7 juillet 2004 ;

> M. Gérard Rameix, secrétaire général, et Mme Florence Roussel, directrice du service juridique, le 10 juin 2004 ;

> M. Jean de Demandolx, membre du collège, le 29 juin 2004.

- **Haut conseil du commissariat aux comptes :**

Mme Christine Thin, présidente, et M. Philippe Steing, secrétaire général, le 28 juin 2004.

- **Ministère de l'économie, des finances et de l'industrie :**

M. Xavier Musca, directeur du Trésor, Mme Delphine d'Amarzit, conseiller du ministre, et Mme Virginie Cayatte, chef du bureau « épargne et marchés financiers », le 22 juillet 2004.

**COMPTE RENDU DE L'AUDITION PAR LA COMMISSION
DE M. MICHEL PRADA, PRÉSIDENT DE L'AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS,
LE 7 JUILLET 2004**

M. Jean Arthuis, président, a tout d'abord souligné la grande qualité du rapport d'activité 2003 de l'Autorité des marchés financiers, qui mettait notamment en relief les premiers enseignements à tirer de la loi de sécurité financière du 1er août 2003, qui avait beaucoup mobilisé la commission des finances un an auparavant. Il a souhaité que cette initiative opportune, par laquelle le président de l'AMF rendait compte à la commission des finances des travaux du régulateur des marchés pour l'exercice écoulé, puisse désormais constituer un rendez-vous régulier et annuel.

Il a rappelé que, lors de sa dernière audition par la commission, le 24 février 2004, M. Michel Prada avait exposé le contexte de l'installation de l'AMF et les principales caractéristiques de son architecture et de son fonctionnement. Il a salué les nombreuses initiatives qu'avait déjà prises l'AMF, concernant la gestion collective, la communication financière des sociétés, les nouvelles dispositions du gouvernement d'entreprise et l'activité en matière de contrôle et de sanctions. Il a souligné que l'existence d'une autorité de régulation forte, réactive et dotée des meilleures compétences, constituait un aspect déterminant de la compétitivité et du bon fonctionnement de l'économie.

M. Michel Prada a tout d'abord effectué un rappel de l'activité de l'AMF en 2003 et des autorités qui l'avaient précédée : la Commission des opérations de bourse (COB), le Conseil des marchés financiers (CMF) et le Conseil de discipline de la gestion financière (CDGF). Il s'est félicité de la reprise des marchés en 2003 et du retour à des niveaux normaux de volatilité, tout en observant que l'introduction en bourse de seulement trois sociétés en 2003 avait témoigné d'une accalmie : les volumes d'activité quotidiens s'étaient situés entre 3 et 4 milliards d'euros, contre 5 à 6 milliards d'euros avant l'éclatement de la bulle financière. Il a rappelé que l'année 2003 avait été mise à profit par les entreprises pour procéder à des restructurations financières, alors que le nombre de sociétés cotées s'établissait à un peu plus de 860, soit très en deçà du chiffre record de 967, atteint quatre ans plus tôt. Il a noté la forte sollicitation des autorités de régulation dans ce contexte, en particulier pour protéger les actionnaires minoritaires.

Il a souligné le renforcement du cadre réglementaire de la gestion alternative, caractérisée par des produits relativement complexes, dont il

convenait que la distribution s'effectuât dans des conditions de transparence appropriée. Il a mentionné la nécessaire adéquation des conditions de commercialisation au public et le besoin de responsabilisation des gérants.

S'agissant de l'activité d'enquête et de contrôle, il a dressé le bilan de l'année 2003 : 33 procédures de sanction avaient été menées à bien, ayant conduit à 61 décisions de sanctions. A cet égard, la COB avait recouru aux procédures d'injonction et de mise en demeure par l'autorité judiciaire, afin que les sociétés se conforment à leurs obligations de publication de l'information financière dans les meilleurs délais.

M. Michel Prada a ensuite exposé le bilan de la mise en place de l'AMF, sept mois et demi après l'installation de celle-ci le 4 novembre 2003.

Il s'est félicité qu'il ne se fût produit aucune rupture dans la régulation sur le marché. Il a montré que l'AMF s'était rapidement organisée, grâce à l'impulsion de son secrétaire général, M. Gérard Rameix, autour de trois pôles opérationnels : les relations avec les émetteurs, les relations avec les intermédiaires financiers, et les activités de surveillance et d'enquête. Il a également mentionné le rôle du pôle de régulation, la mise en place des directions ayant une fonction logistique et le développement significatif de la médiation.

Il a salué le très bon fonctionnement du collège de l'AMF et de la commission des sanctions, alors qu'il pouvait y avoir au départ des interrogations sur les modalités concrètes de travail en commun de formations nombreuses. Il a mis en exergue l'originalité des cinq commissions consultatives de l'AMF, ainsi que du conseil scientifique, qui devrait se réunir prochainement. Les commissions consultatives regroupaient près de 80 experts, représentatifs de l'ensemble des acteurs de la place, y compris les petits investisseurs. Il a rappelé que ce dispositif ne mettait naturellement pas en cause le processus de consultation des associations professionnelles. Il a fait état de plusieurs recommandations adoptées, depuis le début de l'année 2004, sur l'information financière, le contrôle interne des entreprises, ainsi que les décisions sur des affaires complexes, telles que Wanadoo et l'offre publique d'achat (OPA) de Sanofi sur Aventis. Il a ajouté que deux séminaires s'étaient tenus au cours du premier semestre, l'un pour les services et l'autre ayant réuni les membres du collège pour définir la stratégie de l'AMF à plus long terme.

Il a exposé le principal chantier réglementaire en cours : la mise en place du règlement général de l'AMF devrait être menée à bien un an après la création de l'autorité, sur la base du choix d'un ajustement à droit constant des règlements antérieurs de la COB et du CMF. Il a ensuite insisté sur la transposition en droit national des directives du plan d'action pour les services financiers (PASF), en évoquant la possibilité d'un « grand dispositif législatif » et en insistant sur la nécessité d'une transposition rapide et efficace,

considérant notamment le délai limite de transposition de la directive relative aux abus de marché, fixé à l'automne 2004.

M. Michel Prada a ensuite présenté plusieurs chantiers à caractère technique et plus opérationnel. Il a observé que le redémarrage du marché, à condition que la croissance se poursuive, entraînerait une augmentation du nombre d'introductions en bourse. Il a évoqué les travaux en cours, concernant l'industrie française de la gestion, leader en Europe pour la gestion collective, en vue de la maîtrise des outils de gestion et de conditions optimales de commercialisation. Il a mis en exergue la nécessité d'accentuer le travail de contrôle et d'enquête afin d'affermir le retour à la confiance des marchés. Il a enfin mentionné la réflexion stratégique en cours sur les conséquences de l'internationalisation des marchés, en relevant que la récente directive sur les marchés d'instruments financiers conduisait à une véritable révolution technique du fait de l'abandon du principe de concentration des ordres et, ce faisant, de la transmission des ordres par différents canaux et de leur exécution par plusieurs réseaux, en particulier par la voie de l'internalisation au sein des intermédiaires de marché. Il a estimé que la concurrence s'exacerberait entre les Bourses classiques et des systèmes alternatifs qui n'existaient pas encore en France. Il a jugé que les problématiques de la transparence des opérations et de la formation des prix se poseraient, dès lors, en des termes renouvelés, afin que soit maintenu l'objectif de baisse du coût des transactions, sans fragmentation des marchés et sans préjudice pour la règle de « meilleure exécution ».

Il a fait état de la régulation des opérations post-marché, c'est-à-dire la compensation, le règlement, la livraison des titres et leur conservation. Il a rappelé que les opérateurs français étaient habitués à des systèmes nationaux centralisés, présentant un caractère quasi-monopolistique et « notarial », alors que l'apparition d'opérateurs nouveaux induisait une évolution des infrastructures post marché. Il a souligné que la Commission européenne s'était saisie du sujet.

Il a enfin évoqué le chantier des nouvelles normes comptables IFRS qui seraient mises en œuvre à partir de 2005, en observant que l'absence de préparation de la majorité des participants sur les marchés impliquait un travail de pédagogie et de vérification pour l'AMF. Il a souligné que cette « petite révolution intellectuelle » s'opérait dans un contexte d'intensification de l'activité des régulateurs internationaux, du fait de la consolidation à Paris du Comité européen des régulateurs des valeurs mobilières (CERVM), qui pouvait constituer l'embryon d'un régulateur européen, et du rôle croissant d'instances internationales de concertation comme l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) et le Forum de la stabilité financière (FSF).

Pour conclure, il a rappelé la hiérarchie actuelle des places financières en Europe : derrière une place londonienne surpuissante, mais techniquement à

la recherche de son avenir, et une place allemande forte et bien organisée, la place française disposait de nombreux atouts mais avait malheureusement enregistré un ralentissement de son activité au cours des trois dernières années. Parallèlement, il a noté qu'Euronext s'était développé et pouvait désormais se projeter outre-Manche. Dans ce contexte, il a mis en valeur les efforts à accomplir pour améliorer l'environnement de la place et développer une culture de marché, ce dont témoignait la constitution, au sein de l'AMF, d'un groupe de travail sur la formation des investisseurs, tant initiale que continue.

Un large débat s'est alors instauré.

M. Jean Arthuis, président, a souligné la densité et la richesse de l'activité de l'AMF depuis son installation, et a indiqué qu'elle était conforme à la volonté exprimée par le législateur de renforcer la confiance de l'investisseur.

M. Philippe Marini, rapporteur général, après avoir précisé qu'il communiquerait à la commission, fin juillet, ses observations sur l'application de la loi de sécurité financière, un an après sa promulgation, le 1er août 2003, a mis en exergue quatre thèmes.

Il a en premier lieu évoqué les propos, injurieux pour l'AMF, tenus sur le serveur téléphonique d'un investisseur médiatisé, et s'est demandé si M. Michel Prada avait l'intention d'engager une action en justice pour diffamation.

Il a ensuite rappelé l'attention que la commission portait au dossier Vivendi Universal, qui faisait actuellement l'objet d'une enquête judiciaire. Il a considéré qu'un de ses principaux enjeux, qui était déjà latent lors de l'examen de la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier, dont il avait été le rapporteur, portait sur le devenir des titres rachetés par les sociétés. Il a estimé que la vocation naturelle de ces rachats d'actions consistait à procéder, ensuite, à l'annulation des titres acquis, afin d'accroître le bénéfice par action et de stimuler la politique actionnariale, mais que ces titres servaient souvent de « monnaie d'échange » lors d'opérations conduites avec d'autres sociétés, ce qui constituait, selon lui, une déviation par rapport à l'intention initiale du législateur. Il a également considéré que l'AMF devrait sans doute émettre des recommandations ou principes de bonne conduite sur l'utilisation – aujourd'hui fréquente – de produits dérivés dans les programmes de rachat d'actions.

En troisième lieu, il a estimé que la transposition future des importantes directives adoptées dans le cadre du PASF, compte tenu des importantes questions de principe qu'elles étaient susceptibles de soulever, devrait intervenir dans le cadre d'un projet de loi cohérent et bien conçu, plutôt que par un véhicule législatif polyvalent ou « portant diverses

dispositions d'ordre communautaire ». Il a ainsi relevé le cas significatif de la récente directive relative aux marchés d'instruments financiers et de ses mesures d'application, en soulignant que la France devait faire valoir sa propre approche, en particulier sur la question de la transparence pré-transaction.

Il s'est enfin interrogé sur les conséquences de la combinaison entre marchés à terme, crédit bancaire et zones off shore. Evoquant les suites de l'affaire Parmalat, qui constituait selon lui un « cas d'école » pour la Commission européenne, il a rappelé que la commission des finances entendait proposer une initiative tendant à renforcer la transparence des transactions portant sur des entités ad hoc déconsolidantes domiciliées dans des centres off shore, et ce à trois niveaux : une procédure spécifique d'approbation par le conseil d'administration des conventions et contrats y afférant, un rapport particulier des commissaires aux comptes, et la possibilité pour l'AMF de soumettre le visa, qu'elle octroie aux opérations des émetteurs, à la vérification du respect de ces diligences. Il a alors souhaité connaître l'avis de M. Michel Prada sur de telles dispositions.

En réponse, **M. Michel Prada** a tout d'abord indiqué que l'AMF n'avait pas réagi de manière spécifique aux propos qu'avait évoqués M. Philippe Marini, mais que des investigations étaient actuellement menées sur les différents aspects de l'activité en cause.

Il a ensuite exposé la séquence des événements relatifs aux rachats d'actions réalisés par Vivendi Universal en septembre 2001. Rappelant que l'autorité de régulation américaine, avec qui la COB était entrée en contact dès le 12 septembre 2001, avait suspendu le cadre réglementaire de ces opérations en raison de la crise consécutive aux attentats du 11 septembre, il a indiqué que la COB n'avait pas levé, mais assoupli les règles françaises relatives à la présomption de légitimité des rachats d'actions et à l'interdiction de procéder à de tels rachats au cours de périodes sensibles, telles que les jours précédant la publication de comptes semestriels. Il a indiqué que la direction de Vivendi Universal avait fait part à la COB de son intention d'intervenir sur les titres de la société, et lui avait précisé que les éléments essentiels de ses comptes semestriels avaient déjà fait l'objet d'une communication le 24 juillet 2001. Il a rappelé qu'à la suite du franchissement, à plusieurs reprises, des limites quantitatives imposées par la réglementation, le directeur général de la COB, M. Gérard Rameix, avait vigoureusement rappelé les dirigeants de la société à leurs obligations. Considérant cependant, en fonction de l'analyse de cette période exceptionnelle, que Vivendi Universal avait agi de manière « discutable », le directeur général n'avait pas décidé d'ouvrir une enquête en vue de possibles sanctions, mais avait néanmoins demandé au Président de l'autorité d'adresser une lettre d'observations à la direction de Vivendi Universal.

Il a souligné qu'après cet épisode, d'autres agissements avaient suscité la vigilance de la COB, parmi lesquels la comptabilisation des actifs de

la société BSkyB. C'est au vu des événements du premier semestre 2002 que le directeur général avait ouvert une enquête, qui avait conduit à la remise d'un volumineux rapport en 2003, dont les conclusions s'étaient révélées proches de celles de l'enquête menée par la Securities and Exchange Commission (SEC). La COB avait alors saisi le Parquet et engagé une procédure de sanction administrative. M. Michel Prada a enfin indiqué que les juges d'instruction conduisaient naturellement leurs diligences sur la base du rapport de la COB et en fonction de leurs propres informations, recueillies notamment auprès de l'opérateur de marché de Vivendi Universal, la Deutsche Bank, et que la commission des sanctions de l'AMF poursuivait par ailleurs sa propre procédure.

Il a ensuite indiqué qu'il ne pouvait pas se prononcer sur le bien-fondé de la législation en vigueur, s'agissant en particulier des différentes finalités permises pour les rachats d'actions. Il a cependant rappelé que les objectifs des opérations envisagées devaient être publiés, faire l'objet d'une hiérarchisation et être soumis à l'assemblée générale des actionnaires, au même titre que les fourchettes de cours y afférentes. Il a, en outre, précisé que les options de vente ou d'achat d'actions étaient prises en compte pour juger du non-dépassement de la limite légale de 10 % du capital, prévue pour les rachats d'actions. Il a néanmoins estimé qu'il convenait de s'interroger sur la spécificité française que constituait le rachat à des fins de régularisation du cours, que la directive sur les abus de marché n'incluait pas dans les critères de présomption de légitimité (principe dit du « safe harbour »).

M. Philippe Marini, rapporteur général, a alors insisté sur la nécessité de la transparence et de la clarté de l'information communiquée aux actionnaires, et a estimé que les résolutions des assemblées générales de Vivendi Universal portant sur les programmes de rachat d'actions se révélaient complexes à analyser.

M. Michel Prada a rappelé que les entreprises déclaraient mensuellement à l'AMF les opérations qu'elles réalisaient sur leurs propres titres, de telle sorte que les services du régulateur pouvaient en suivre assez précisément le déroulement, mais a admis que les listes d'objectifs et de montants correspondants pouvaient laisser un sentiment d'imprécision ou de grande latitude.

Revenant sur la question des centres off shore, **M. Jean Arthuis, président**, a évoqué un colloque, où il avait récemment participé, à l'Assemblée nationale, et où les intervenants s'étaient interrogés sur les transferts de risques et la spéculation issue des produits dérivés.

M. Michel Prada a constaté que l'ingénierie financière était désormais un phénomène généralisé, et qu'elle était appelée à se développer, dans la mesure où les opérateurs tendaient aujourd'hui à mieux identifier les risques liés à leurs engagements, et étaient donc conduits à recourir davantage

aux instruments de couverture. Il a estimé que cette tendance à la sophistication financière ne pouvait être réellement enrayée et n'avait pas nécessairement des effets pervers. Il a souligné qu'elle pouvait, en outre, se révéler, dans une certaine mesure, conforme aux vœux des régulateurs, ainsi que l'illustre l'approche des normes prudentielles dites de « Bâle II ». Le rôle des autorités de régulation, s'agissant des instruments dérivés, consistait dès lors, selon lui, essentiellement à s'assurer de la fiabilité des modèles et des opérations, et de l'absence de défaillance opérationnelle, notamment au regard des contreparties. Il n'y avait donc pas lieu de porter un jugement d'opportunité sur des pratiques telles que la vente à découvert de titres, mais plutôt de garantir une certaine transparence. Il a également souligné que le régulateur pouvait efficacement jouer son rôle tant que les produits dérivés étaient utilisés par des acteurs réglementés, tels que les banques et prestataires de services d'investissement, mais que des difficultés et ruptures pouvaient survenir lorsque les risques de marché et de défaut étaient externalisés vers des acteurs non régulés, tels que les particuliers ou les sociétés commerciales. La question du contrôle de l'agrégation de l'ensemble des risques et des effets de levier se trouvait ainsi posée et faisait l'objet de réflexions de la part des régulateurs pruden- tiels.

Abordant la mise en œuvre des directives du PASF, **M. Michel Prada** a décrit le rôle du CERVM dans le processus d'adoption des mesures d'application dites de « niveau 2 ». S'agissant plus particulièrement de la directive sur les marchés d'instruments financiers, il a indiqué que les débats portant sur les mesures d'application relatives à la transparence pré-transaction illustraient deux conceptions : celle des Français qui se montraient favorables à la transparence la plus large possible, alors que les anglo-saxons considéraient qu'une transparence totale conduisait les opérateurs, pour de gros volumes de transactions entre professionnels, à divulguer des informations sur leurs propres positions, et donc à se mettre en risque sur le marché. Il s'agissait dès lors de déterminer à quel niveau placer les limites de la transparence.

M. Philippe Marini, rapporteur général, s'est demandé, à cet égard, si le futur cadre des infrastructures de marché permettrait encore aux investisseurs individuels de disposer d'un accès direct à la Bourse, ou si au contraire le mouvement de réintermédiation et d'essor de la gestion collective n'était pas inéluctable.

Revenant sur la directive relative aux marchés d'instruments financiers, **M. Michel Prada** a souligné l'importance du thème de la « meilleure exécution » des ordres. Il a fait état de l'âpreté des débats actuels sur la conception même de la meilleure exécution, dans la mesure où le prix d'un titre était aussi fonction du temps et du volume concerné, et ne pouvait donc être idéalement le même pour tous. Il a en outre observé que la SEC avait récemment entrepris de réformer le système national de transparence des prix aux Etats-Unis.

Il a ensuite considéré que les centres off shore constituaient un sujet difficile et « embarrassant ». Les véritables difficultés posées par ces places résidaient, selon lui, plus dans le manque de transparence financière que dans les facilités fiscales offertes ou les montages juridiques spécifiques auxquels elles donnaient lieu. Il a ainsi cité en exemple les financements d'aéronefs, qui n'étaient pas nécessairement opaques, même s'ils reposaient sur des mécanismes complexes, ayant souvent recours à l'effet de levier. Il a rappelé que la question de la transparence des centres off shore ne pouvait être traitée efficacement que dans des enceintes internationales telles que le FSF. Il a indiqué qu'au sein de ce forum, les pays d'Europe continentale continuaient de promouvoir l'établissement de listes sélectives, qui avaient, il est vrai, permis quelques résultats encourageants, comme l'illustre le cas des îles anglo-normandes, tandis que certains pays contestaient la pertinence de cette méthode. **M. Michel Prada** a reconnu qu'il tendait intuitivement à approuver les propositions de la commission des finances, mais qu'il craignait qu'elles ne conduisent à affecter la France d'un handicap de compétitivité, si elles ne devaient être adoptées que dans notre pays. Une démarche internationale demeurerait selon lui plus appropriée, et il a mentionné à cet égard les projets de l'OICV.

M. Maurice Blin a souhaité connaître la typologie des infractions les plus fréquemment sanctionnées par l'AMF, et s'est interrogé sur l'exemple donné par les Etats-Unis en matière de gravité des fautes constatées et de sévérité des sanctions. Il s'est également demandé si la hausse des réclamations des actionnaires, révélée en particulier par le cas de la société Eurotunnel, constituait une tendance de fond ou un épiphénomène.

M. Michel Prada a indiqué que la possibilité dont disposaient les régulateurs anglais et américain de recourir à la transaction constituait un outil juridique puissant et efficace, mais qui s'inscrivait probablement dans un contexte culturel particulier. Il a néanmoins souligné que l'indemnisation civile et le plafonnement des sanctions administratives à un montant de 1,5 million d'euros (à l'exception de celles portant sur les délits d'initiés) étaient deux faiblesses du système français au regard des sanctions pénales. Exprimant un point de vue personnel, il a indiqué qu'il pourrait, dès lors, se révéler utile d'envisager la possibilité, au cas par cas, de recourir à la transaction.

Il a ajouté que les infractions les plus couramment relevées par l'AMF avaient trait à la diffusion d'informations fausses ou imprécises, aux règles de conduite des intermédiaires, en particulier sur les marchés à terme, à quelques délits d'initiés – qui demeuraient très difficiles à prouver – et à des manipulations de cours. Il a insisté sur la nécessité d'une meilleure surveillance, au niveau européen, des opérations portant sur la dette et non pas uniquement sur le capital, considérant leur transparence parfois insuffisante, ainsi que l'avait révélé l'affaire Parmalat.

Il a enfin estimé que les récentes protestations d'actionnaires individuels étaient sans doute conjoncturelles et liées à des situations spécifiques, mais que l'on ne pouvait que se réjouir de ce que ces actionnaires manifestent un surcroît d'intérêt pour la gestion financière et la gouvernance des entreprises. Il a ajouté qu'il convenait d'être vigilant sur le niveau d'acceptabilité par le public de certains comportements de dirigeants d'entreprise, notamment s'agissant de la question délicate des niveaux de rémunération. Il a rappelé que les réactions des actionnaires américains et anglais, pourtant habitués à de grands écarts de rémunération, avaient été parfois vives.

M. Yann Gaillard a relevé que les évolutions majeures que connaissent les marchés financiers contribuaient à remettre en cause nombre de concepts usuels. Il s'est demandé quelles étaient les relations qu'entretenaient les autorités nationales de marché, et si elles étaient de nature à permettre une action concertée en cas d'urgence. Il a également considéré que la notion de présomption de légitimité pourrait être utilement appliquée à d'autres domaines que les opérations sur titres.

En réponse, **M. Michel Prada** a rappelé que les principales enceintes internationales étaient l'OICV pour les régulateurs des marchés, le Comité de Bâle pour les établissements de crédit et un organisme équivalent pour le secteur des assurances. Le FSF détenait quant à lui une compétence transversale. Il a constaté que ces instances avaient permis d'importants progrès sur la standardisation des pratiques et l'établissement d'une vision commune du fonctionnement des marchés financiers, et que l'OICV avait significativement progressé dans la voie de la coopération entre régulateurs depuis la création d'un « Memorandum of understanding » multilatéral. Ce mécanisme emportait toutefois des engagements au seul niveau des principes, et non des outils techniques opérationnels.

Il a ajouté qu'au niveau européen, le CERVM constituait l'exemple le plus achevé de coopération, les structures équivalentes pour la régulation du secteur bancaire et celui des assurances ayant été créées plus récemment. Il a précisé que le CERVM cherchait aujourd'hui à aller plus loin dans la voie de l'intégration, mais se heurtait à certaines difficultés juridiques, compte tenu des pouvoirs différents dont étaient investis les régulateurs nationaux. Il a indiqué que la coopération bilatérale entre les principales places, plutôt qu'au sein d'une enceinte multilatérale, prévalait en temps de crise, mais que la récente formalisation des relations entre le CERVM et la SEC contribuerait de façon décisive à la nécessaire coopération transatlantique. S'agissant enfin de la présomption de légitimité, il a précisé que ce dispositif était certes très utile, mais qu'il semblait difficile de l'appliquer au-delà du seul domaine des règles techniques de fonctionnement des marchés.

EXAMEN EN COMMISSION

La commission a entendu une communication de **M. Philippe Marini, rapporteur général**, sur l'application de la loi du 1^{er} août 2003 de sécurité financière.

M. Philippe Marini, rapporteur général, a présenté un bilan d'application de la loi n° 2003 -706 du 1^{er} août 2003 de sécurité financière, un an après sa promulgation, après avoir rappelé que la commission des finances avait apporté une importante contribution à cette loi par des amendements substantiels. Il a indiqué que ce bilan ferait l'objet d'un rapport d'information, témoignant d'une démarche innovante de mise en perspective de la loi, au-delà du suivi formel de ses mesures d'application.

M. Philippe Marini, rapporteur général, s'est déclaré satisfait du rythme de mise en œuvre des décrets d'application. Il a précisé que la loi de sécurité financière prévoyait vingt-huit décrets ou arrêtés, presque tous parus ou en voie de l'être, et que le volet le plus rapidement mis en œuvre était celui relatif à l'Autorité des marchés financiers (AMF), devenue opérationnelle le 24 novembre 2003 et qui avait déjà accompli de nombreux travaux. Il a ajouté que l'une des priorités actuelles de l'AMF était la publication d'une première version de son règlement général, mais qu'il n'y avait pas eu de vide juridique dans l'intervalle puisque les règlements de la Commission des opérations de bourse (COB) et du Conseil des marchés financiers (CMF) continuaient de s'appliquer. S'agissant des décrets prévus par les titres II et III de la loi, il a souligné que ceux-ci nécessitaient une large concertation avec les professionnels et portaient sur des dispositifs parfois complexes, tels que la garantie subséquente de dix ans pour certains contrats d'assurance de responsabilité civile ou la modernisation de la réglementation sur la titrisation et, qu'en tout état de cause, les textes étaient quasiment finalisés.

M. Philippe Marini, rapporteur général, a ensuite mis en perspective les enseignements tirés d'un an d'application de la loi de sécurité financière.

S'agissant de la modernisation des autorités de contrôle, il a relevé que la célérité avec laquelle s'était mise en place l'AMF contrastait avec les difficultés rencontrées dans la constitution de la Commission de contrôle des assurances, mutuelles et institutions de prévoyance (CCAMIP). Il a précisé que les premières décisions de sanction de l'AMF avaient été publiées en mai 2004, que ses moyens avaient été renforcés par rapport à ceux de la COB et du CMF et que, disposant de la personnalité morale et de fortes garanties d'indépendance, l'AMF bénéficiait aujourd'hui de l'autorité et de la visibilité nécessaires pour renforcer la confiance et s'imposer comme un interlocuteur influent au plan international. S'agissant en revanche de la CCAMIP, il a

regretté le retard pris dans l'adoption du décret relatif à son organisation et à son fonctionnement, paru seulement le 15 juillet 2004, et a expliqué que certaines différences « culturelles » entre les deux institutions préexistantes étaient, sans doute, à l'origine de ce retard. Il a précisé que la CCAMIP n'était pas, à ce jour, complètement installée.

M. Philippe Marini, rapporteur général, a ensuite abordé la question des relations entre les acteurs de la sphère financière, que la loi de sécurité financière avait voulu rendre plus transparentes et plus équilibrées. Il a déploré l'absence de politique claire en faveur des actionnaires individuels, regrettant la suppression de l'avoir fiscal. Il a souligné que la récente directive sur les marchés d'instruments financiers prévoyait l'apparition de marchés « internalisés » et que cette évolution, mal connue du grand public, risquait de conduire à une segmentation des places financières.

Il a regretté que le décret d'application des dispositions de la loi de sécurité financière relatives aux associations d'investisseurs ne soit pas encore paru.

Il a également évoqué la récente ordonnance portant réforme des valeurs mobilières, qui procédait à un regroupement utile des différentes rubriques de valeurs mobilières en deux catégories. Mais il a regretté une certaine concentration des pouvoirs entre les mains du président et du conseil, s'agissant de l'émission de nouveaux fonds propres. Il a également regretté que les commissions parlementaires n'aient pas été consultées en préalable à cette ordonnance.

M. Philippe Marini, rapporteur général, a ensuite dressé le bilan du volet consacré à la transparence et au contrôle, indiquant que la loi de sécurité financière avait fait évoluer les pratiques de gestion. Il a fait état des controverses existantes concernant la nature du rapport sur le contrôle interne, prévu par la loi de sécurité financière, et sur l'application de cette disposition aux petites et moyennes entreprises. Il a indiqué qu'une étude du cabinet Deloitte incitait à relativiser ces craintes et que le rapport en question était, en tout état de cause, un dispositif utile de nature à améliorer l'appréciation des risques dans l'entreprise.

Concernant la modernisation du contrôle des comptes, **M. Philippe Marini, rapporteur général**, a indiqué que le Haut conseil du commissariat aux comptes (H3C), créé par la loi de sécurité financière, s'était mis en place et avait entrepris ses travaux de façon satisfaisante, mais qu'une interrogation sur l'étendue de ses moyens demeurait, étant donné sa dépendance budgétaire à l'égard des crédits de l'administration centrale de la justice. Il a préconisé un rapprochement entre le H3C et le service des affaires comptables de l'AMF.

M. Philippe Marini, rapporteur général, s'est félicité de la modernisation des instruments financiers introduite par la loi de sécurité financière, qui avait ainsi contribué à renforcer l'attractivité de la place française. D'une part, la gestion collective avait vu son offre adaptée, par des mesures touchant au cadre général des OPCVM et par l'introduction de nouveaux véhicules, réservés à des investisseurs avertis, dont la réglementation était allégée. D'autre part, les moyens de financement des entreprises avaient été diversifiés, avec, par exemple, l'introduction des titres super subordonnés.

Pour conclure, **M. Philippe Marini, rapporteur général**, a estimé que la mise en place d'une autorité européenne unique de régulation des marchés financiers était, à terme, souhaitable et inéluctable. Il s'est félicité que l'AMF ait créé une direction de la régulation et des affaires internationales, et qu'elle soit impliquée dans la préparation de la transposition de plusieurs directives importantes, qui nécessiteraient des adaptations de notre droit, en particulier les directives « prospectus », « abus de marché », « transparence », « marchés d'instruments financiers » et « offres publiques d'achat ». Il a ajouté qu'il devenait urgent d'introduire la société européenne en droit français. Enfin, il a souhaité que soient envisagées des dispositions de nature à améliorer la transparence et le contrôle des flux financiers avec les pays et territoires non coopératifs.

Un débat s'est alors engagé.

M. Joël Bourdin a souhaité savoir quelle était l'incidence de la loi de sécurité financière sur les marchés à terme, dont les transactions connaissent une croissance importante.

En réponse, **M. Philippe Marini, rapporteur général**, a rappelé que les produits dérivés participaient d'une nouvelle conception de la gestion et de la mutualisation des risques. Il a indiqué que la loi de sécurité financière avait élargi aux dérivés de crédit le champ des actifs éligibles des organismes de placement collectifs en valeurs mobilières, mais que le recours à ces instruments était étroitement encadré par l'AMF, qui exigeait le dépôt d'un programme spécifique d'activité comportant des dispositions strictes. Il a également précisé que la loi introduisait des critères clairs de distinction entre les contrats financiers à terme sur marchandises et les contrats commerciaux à terme sur marchandises, contribuant ainsi à accroître la sécurité juridique des nombreux opérateurs qui utilisaient ces instruments dans un objectif de couverture. La loi de sécurité financière instituait ainsi, selon lui, un juste équilibre entre les deux dimensions de l'innovation financière et des instruments financiers à terme en particulier, facteurs de progrès et d'optimisation de la couverture de certains risques d'une part, d'incertitudes et d'apparition de nouveaux risques d'autre part.

M. François Marc a souligné tout l'intérêt que présentait le rapport d'information qui serait publié par la commission. Il s'est félicité de ce que M. Michel Prada, président de l'AMF, lors de son audition par la commission le 24 février 2004, ait fait valoir des arguments qu'il partageait, en particulier la modestie des moyens financiers de l'autorité au regard de l'étendue de son champ de compétences, et les limites des transactions internalisées au sein d'établissements financiers globaux, que la récente directive sur les marchés d'instruments financiers autorisait. Il a également rejoint la position exprimée par M. Philippe Marini, rapporteur général, sur la nécessité à plus ou moins long terme de mettre en place un régulateur boursier européen unique. Il a en revanche considéré que la loi de sécurité financière ne marquait pas un progrès suffisant dans le domaine du gouvernement d'entreprise, s'agissant notamment de la plus grande présence des administrateurs indépendants et salariés, comme du développement des comités d'audit et des comités de rémunération, au sein des conseils d'administration, et a évoqué la nécessité d'introduire, selon lui, des « class actions à la française » pour répondre à la forte demande des actionnaires minoritaires.

M. Philippe Marini, rapporteur général, s'est montré réservé sur l'insertion en droit français d'une procédure analogue aux « class actions » de droit américain, compte tenu de ses possibles effets pervers et des problèmes d'ordre conceptuel qu'elle posait. Il a également indiqué que les récentes propositions de l'Assemblée nationale, tendant à la reconnaissance d'un préjudice spécifique à l'actionnaire qui soit distinct du préjudice subi par la société, ne l'avaient pas convaincu et pouvaient aggraver l'insécurité juridique pour les sociétés.

Il a, en outre, considéré qu'il convenait d'aller plus loin dans le regroupement des actionnaires minoritaires au sein d'associations et dans la professionnalisation de ces dernières. Il a regretté que le décret relatif au droit d'ester en justice des associations d'investisseurs ne fût pas encore publié. Revenant sur le gouvernement d'entreprise, il a estimé que ce thème était loin de constituer un champ vierge de toute disposition, et a souligné que la définition législative de l'indépendance des administrateurs constituait, à ses yeux, un exercice vain. Rappelant que des sociétés telles qu'Enron ou Eurotunnel s'étaient conformées à des obligations juridiques précises en matière de gouvernance, il a jugé que le respect de contraintes trop formelles en ce domaine pouvait, en réalité, se révéler illusoire ou inefficace. Il a, en revanche, reconnu qu'il était nécessaire de faire progresser le statut des comités d'audit et de rémunération, et s'est félicité de ce que la récente proposition de directive communautaire sur le contrôle légal des comptes, que notre législation devrait à terme intégrer, contribuait à consacrer le rôle du comité d'audit.

La commission a alors donné acte à **M. Philippe Marini, rapporteur général**, de sa communication et décidé à l'unanimité d'autoriser sa publication sous la forme d'un rapport d'information.

LA LOI DE SECURITE FINANCIERE, UN AN APRES

La loi de sécurité financière (LSF), du 1er août 2003 a constitué une étape importante dans l'amélioration de la sécurité financière, dont ont besoin opérateurs professionnels et épargnants pour le plus grand bénéfice de l'économie comme des entreprises françaises.

Soucieuse de la bonne application des textes votés par le Parlement, la commission des finances a souhaité, sur le rapport de M. Philippe Marini, rapporteur général, dresser le bilan de la mise en œuvre d'une loi au contenu très diversifié.

Le rapport, après avoir fait le point sur le **rythme de parution des décrets d'application**, globalement satisfaisant -sauf en ce qui concerne celui relatif au droit d'ester en justice des associations d'investisseurs-, évoque certaines **controverses doctrinales et critiques** émises par les praticiens, en particulier sur le régime du démarchage, le rapport du président du conseil d'administration sur le contrôle interne, le régime des conventions courantes et la mise en jeu de la responsabilité des dirigeants.

M. Philippe Marini a aussi plaidé pour que l'**Autorité des marchés financiers** (AMF), qui se met en place avec célérité contrairement à la **Commission de contrôle des assurances, des mutuelles et des institutions de prévoyance** (CCAMIP), dispose d'un pouvoir de transaction, à l'instar de son homologue américain, et pour que le **Haut conseil du commissariat aux comptes** puisse bénéficier du concours de l'AMF. Il a également exprimé sa volonté de proposer des mesures tendant à **améliorer la transparence des transactions avec les places off shore**, afin d'amplifier le débat européen sur ce thème.

Enfin, bien que la LSF contribue à réhabiliter l'assemblée générale des actionnaires, le rapport met l'accent sur la **tendance à la marginalisation progressive des actionnaires individuels**, ainsi que sur une certaine incohérence de la fiscalité de l'épargne, à certains égards entretenue par les ambiguïtés du discours gouvernemental.