



2015

RAPPORT ANNUEL



Le présent rapport annuel
couvre l'année 2015 et
les premiers mois de 2016.

Il a été réalisé par les services de l'AMF
et achevé d'être rédigé le 24 février 2016.
Il a été arrêté le 29 mars 2016 par Gérard Rameix,
président de l'Autorité des marchés financiers,
et par M. Jean-Claude Hassan,
Mme Martine Ract-Madoux, M. Michel Camoin,
M. Robert Ophèle, M. Patrick de Cabourg,
M. Bernard Coupez, M. Thierry Philipponnat,
M. Christian de Boissieu, M. Helman Le Pas de
Sécheval, M. Jean-Pierre Hellebuyck,
M. Jean-Claude Hanus, M. Christian Schricke,
Mme Sophie Langlois,
M. Jean-Luc Enguéhard,
Mme Sylvie Lucot,
membres du Collège.

Rapport
au président
de la République
et au Parlement
2015



2015

SOMMAIRE

Édito **03** • L'AMF en bref **04** • Le Collège de l'AMF **05** • La Commission des sanctions **06** •
Les directions de l'AMF **07** • Introduction **08** • La régulation financière **14** • L'action de l'AMF
en 2015 **46** • La présentation des comptes de l'Autorité des marchés financiers **116** •
Les indicateurs **130** •



Édito

Si les marchés ont su globalement tirer parti d'un contexte de taux d'intérêt extrêmement bas, l'année 2015 a vu plusieurs chocs se succéder sur les prix des actifs. Il en est de même en ce début d'année 2016, avec une forte hausse de la volatilité sur les marchés, un arrêt brutal des introductions en bourse et un repli du CAC 40. Dans ce contexte, l'AMF fait face à plusieurs enjeux.

Tout d'abord, nous devons limiter les risques liés au maintien d'une politique de taux d'intérêt historiquement bas en zone euro tandis qu'une remontée des taux est probable dans d'autres zones du monde. Nous nous y employons au sein des instances internationales du Conseil de stabilité financière et de l'Organisation internationale des Commissions de valeurs où nous menons des travaux sur l'évaluation du risque de liquidité et les moyens de le prévenir. Sur un plan national, nous nous assurons que les modèles de *stress tests* utilisés par les gérants prennent bien en compte le caractère exceptionnel du contexte actuel et qu'ils ont à leur disposition les outils permettant de faire face à un éventuel retrait massif des investisseurs.

Nous devons aussi, en partenariat avec nos homologues au sein de l'ESMA (l'Autorité européenne des marchés financiers), boucler « l'agenda Barnier » et prendre le virage pour une Union des marchés de capitaux. Pour retrouver un paysage financier réellement plus sûr, nous devons nous assurer que les réformes initiées pour une plus grande stabilité financière et une plus grande transparence sur les marchés soient mises en œuvre de façon cohérente et convergente et qu'une culture commune de supervision parvienne à émerger. C'est l'une de nos priorités de 2016. C'est également celle de l'ESMA qui dispose de la légitimité et des outils nécessaires pour exercer cette mission fondamentale. Sans cela, la volonté de construire un marché unique des capitaux restera illusoire.

En tant que régulateur, nous estimons également avoir un rôle à jouer pour conforter les atouts de la Place de Paris et favoriser un drainage des flux d'épargne vers le financement des projets de long terme et des entreprises, notamment des PME et des ETI. Au-delà du règlement européen sur les fonds d'investissement de long terme, nous avons ainsi proposé d'étendre la possibilité d'oc-

troyer des prêts à d'autres types de fonds français. Tout en veillant à la bonne information et à la protection des investisseurs, nous savons être précurseurs. Le cadre réglementaire français sur le financement participatif en est la preuve et nous sommes mobilisés pour accompagner les nouveaux acteurs des FinTech.

En 2016, l'AMF restera aux côtés des épargnants face aux risques de commercialisation abusive, en particulier sur le Forex. Malgré les actions conjointes de l'AMF, de l'ACPR, de la DGCCRF et du Parquet de Paris, 4 milliards d'euros d'épargne se seraient évaporés en 6 ans via des sites internet frauduleux. J'ai espoir que la loi dite Sapin II, qui interdira la publicité sur internet pour ce type de produits hautement risqués, nous permettra de limiter l'exposition des particuliers à ces dangers.

Il reste une inquiétude profonde s'agissant de l'avenir de l'Autorité des marchés financiers. Si elle était adoptée en l'état, la proposition de loi sur les autorités administratives indépendantes, actuellement en discussion au Parlement, aurait de graves inconvénients sur l'organisation, la gouvernance et la qualité du travail de l'AMF. La présence d'experts et de professionnels au sein de notre Collège et de la Commission des sanctions, que nous avons assortie de règles de déport systématique des personnes en lien avec les dossiers examinés, concourt à l'efficacité de la régulation. Nous devons préserver notre modèle de gouvernance qui a fait ses preuves.

Gérard Rameix
Président de l'Autorité des marchés financiers



L'AMF en bref

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

Ses missions : réguler, informer et protéger

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

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

Son domaine d'intervention

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

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

Ses pouvoirs et ses compétences

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

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

Son fonctionnement

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

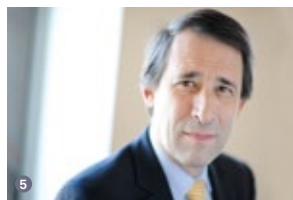
Elle s'appuie sur l'expertise d'environ 470 collaborateurs et perçoit le produit des droits et contributions versés par les acteurs soumis à son contrôle, ce qui lui permet de disposer de l'autonomie financière.

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



Le Collège de l'Autorité des marchés financiers

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



1. **Gérard Rameix**
président

2. **Jean-Claude Hassan**
désigné par le vice-président du Conseil d'État

3. **Martine Ract-Madoux**
désignée par le Premier président de la Cour de cassation

4. **Michel Camoin**
désigné par le Premier président de la Cour des comptes

5. **Robert Ophèle**
désigné par le gouverneur de la Banque de France

6. **Patrick de Cambourg**
président de l'Autorité des normes comptables

7. **Bernard Coupez**
désigné par le président du Sénat

8. **Thierry Philipponnat**
désigné par le président de l'Assemblée nationale



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

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

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

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

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

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

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

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



La Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers

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



1. Jean Gaeremynck
désigné par le vice-président du Conseil d'État

2. Edwige Belliard
désignée par le vice-président du Conseil d'État

3. Christophe Soulard
désigné par le premier président de la Cour de cassation

4. Marie-Hélène Tric
désignée par le premier président de la Cour de cassation

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

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



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

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

8. Anne-José Fulgeras
désignée par le ministre chargé de l'Économie

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

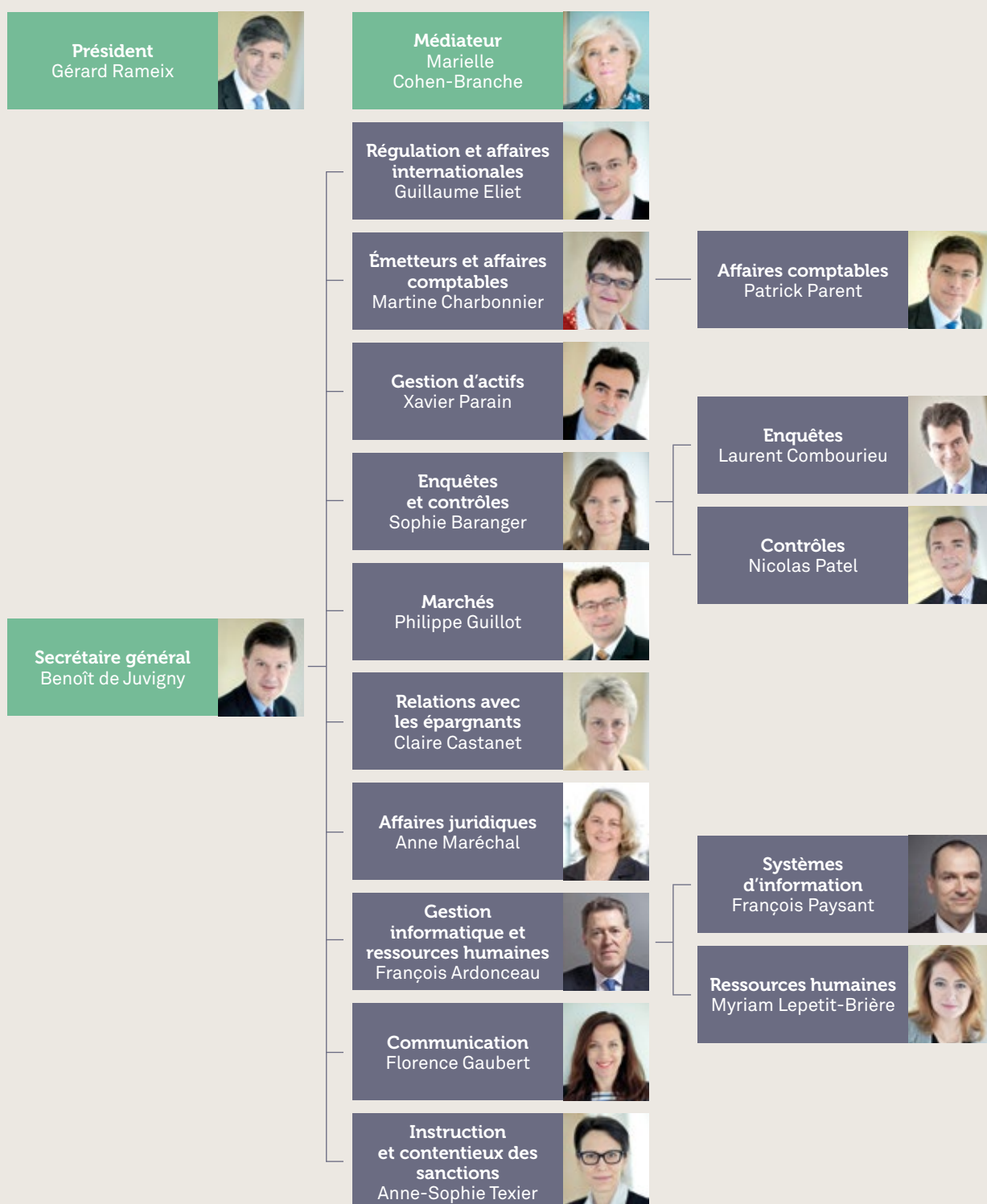
11. Lucien Millou
désigné par le ministre chargé de l'Économie

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



- 1 Première section
- 2 Deuxième section

Les directions de l'AMF





Introduction

En 2015, l'action de l'AMF s'est exercée dans un environnement macro-économique marqué par un léger recul de la croissance mondiale, l'accélération de l'activité dans les pays de l'OCDE ne suffisant pas à compenser le ralentissement des pays émergents. L'inflation ayant de plus sensiblement baissé, la richesse produite en termes nominaux a moins progressé en 2015 qu'en 2014. Toutefois, les marchés financiers se sont montrés dynamiques, cette divergence entre la sphère réelle et la sphère financière de l'économie pouvant tenir aux politiques monétaires très expansionnistes menées. Si ces dernières soutiennent le prix des actifs financiers, des épisodes de forte volatilité ont été enregistrés en cours d'année sur les marchés. Dans ce contexte, le régulateur financier se doit d'être vigilant sur la capacité de ces marchés à tarifier correctement les actifs pour prévenir les phénomènes de bulle, de sur-ajustement des prix et pour assurer une allocation efficace de l'épargne.

Une faible croissance de l'activité économique malgré le soutien des politiques monétaires

La croissance mondiale s'est inscrite en légère baisse en 2015 (3,0 % contre 3,3 % en 2014, selon le Fonds monétaire international - FMI) mais cette évolution qui frappe aussi le commerce mondial masque des situations très différentes. Les pays émergents connaissent un net ralentissement (PIB en hausse de 3,9 % en 2015 après 4,8 % en 2014). Plusieurs de ces économies, comme la Russie et le Brésil, subissent en effet une récession profonde, sous l'effet notamment de la chute du prix des matières premières (le baril de Brent a fini 2015 à 36 \$ après avoir coté à 68 \$ en cours d'année). D'autres pays émergents comme la Chine voient quant à eux leur rythme de croissance baisser structurellement, à l'occasion d'un changement de modèle économique. Du côté des pays développés, l'évolution du PIB a été mieux orientée en 2015 (2,0 % après 1,8 % en 2014) : les États-Unis semblent stabilisés sur un rythme de croissance de 2,5 % et la zone euro rebondit (1,5 % après 0,9 %). Ce rebond peut toutefois paraître encore modeste compte tenu de la puissance des facteurs de soutien conjoncturels à l'œuvre en 2015 : baisse du prix du pétrole, politique monétaire très volontariste de la Banque centrale européenne (BCE), et dépréciation de l'euro qui en découle.

Si l'activité a évolué différemment selon les grandes zones géographiques, la désinflation a pour sa part été généralisée. En 2015 les prix n'ont crû que de 0,1 % en zone euro, 0,2 % aux États-Unis et 1,4 % en Chine. Outre l'effet direct de la chute du prix des matières

premières, l'inflation a été poussée à la baisse par l'absence de tension dans l'appareil productif et la faible progression des salaires.

Fin 2015, la Fed a toutefois procédé à une augmentation de son taux directeur qui est passé en décembre à 0,50 % (après 0,25 %). Ce premier pas vers une normalisation monétaire aux États-Unis contraste avec l'approfondissement des politiques non conventionnelles en zone euro : en décembre 2015, la BCE a de nouveau abaissé son taux de facilité de dépôt (à -0,3 % après -0,2 %) et a annoncé un prolongement jusqu'à mars 2017 de son programme de rachat d'actifs. Ce programme d'assouplissement quantitatif démarré en 2015 a entraîné les taux d'intérêt souverains à des plus bas historiques (en France, l'OAT 10 ans a ainsi touché un point bas à 0,35 % durant l'année 2015).

Sur les marchés actions, l'année 2015 s'est soldée par des progressions qui tranchent avec l'évolution plus morose de la sphère réelle de l'économie. Le rendement total sur l'Eurostoxx 50 a, par exemple, atteint 7 % dividendes réinvestis (12 % pour le CAC 40). Les introductions en bourse n'ont pas faibli en France (42 contre 40 en 2014). Parmi celles-ci, les 28 qui ont choisi l'offre au public d'actions ont levé 5,3 milliards d'euros au total.

Mais cette évolution favorable en moyenne sur l'année s'est accompagnée de plusieurs épisodes de tension, comme lors de la crise de la dette publique grecque en juin (qui a vu le taux d'intérêt souverain grec à 10 ans atteindre 19 %, pour retomber à 7 % en novembre 2015) ou lors de premières inquiétudes sur la Chine en août (baisse de 5 % du CAC 40 sur la seule journée du

24 août 2015). Sur les marchés obligataires, les taux ont aussi connu des mouvements importants, la prime de risque s'accroissant : le spread des obligations corporate notées BBB a ainsi atteint un plus haut depuis deux ans, à 194 points de base, en septembre 2015. Si les politiques monétaires très volontaristes de la BCE soutiennent le prix des actifs et incitent à la prise de risque, l'année 2015 a rappelé que les ajustements de prix peuvent être forts en cas de révision des anticipations sur les perspectives de croissance économique ou en cas de remontée de l'aversion pour le risque.

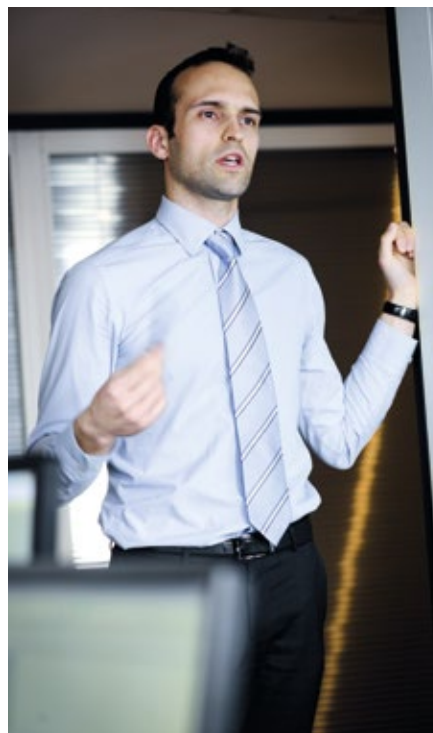
Une activité 2015 importante pour l'AMF

L'activité sur les marchés primaires est restée dynamique en 2015 malgré la dégradation de l'environnement macro-financier en fin d'année.

À Paris, le nombre de sociétés cotées (hors marché libre) s'est inscrit en légère hausse en 2015 (735 contre 728 fin 2014), grâce à l'activité observée sur le marché des introductions en bourse. En effet, 39 sociétés ont obtenu un visa pour rejoindre la cote parisienne, parmi lesquelles Amundi, Elis, Europcar Groupe et Spie SA.

Sur le marché obligataire, le nombre de prospectus visés a reculé mais les montants levés ont progressé, passant de 158 milliards à 178 milliards d'euros de 2014 à 2015. Ce mouvement reflète un recours accru au marché par les sociétés financières, lié au mouvement de renforcement des fonds propres (à travers les émissions de dette hybride), à la recherche de diversification des sources de financement et d'un élargissement de la base des investisseurs (émissions sur plusieurs marchés et en différentes devises) ainsi qu'à la volonté d'allonger la maturité de la dette. Du côté des sociétés non financières, l'activité est restée soutenue bien qu'un ralentissement sensible ait été perceptible, les volumes émis passant de 69 milliards d'euros en 2014 à 54 milliards d'euros en 2015¹. Au total, l'AMF a accordé 377 visas hors offres publiques, après 411 en 2014.

L'activité de fusion-acquisition est restée importante, quoiqu'en léger retrait par rapport à 2014, avec 33 décisions de conformité prises par l'AMF en 2015



contre 38 en 2014. Parmi les offres publiques les plus importantes, on note l'offre d'échange lancée par Holcim sur Lafarge (offre suivie d'un retrait obligatoire) et celle initiée par Nokia et visant les titres Alcatel-Lucent.

En ce qui concerne la gestion d'actifs, les encours des organismes de placement collectif ont progressé de 4,6 % à 1 407 milliards d'euros. Le nombre des sociétés de gestion de portefeuille s'est maintenu à un niveau élevé de 627 entités. Au total, l'AMF a agréé 30 nouveaux acteurs, dont les deux tiers conduisent des projets entrepreneuriaux et se concentrent sur des fonds investis sur des classes d'actifs dits réels (comme l'immobilier et le capital-investissement) – une tendance déjà remarquée en 2014 –.

Sur le plan réglementaire, l'année a permis la mise en place effective de la directive Transparence révisée qui devait être transposée avant le 26 novembre 2015 en droit national, et celle du règlement sur les fonds européens d'investissement à long terme, en application depuis le 9 décembre 2015. À cette occasion, l'AMF a lancé une consultation publique sur la possibilité pour les fonds français – au-delà des seuls ELTIF puisque le règlement européen les y autorise déjà – de prêter directement à des entreprises, dans un cadre juridique sécurisé.

1. Source Dealogic.

L'AMF a par ailleurs fait évoluer sa doctrine. À l'issue de travaux qui avaient été commencés en 2014, elle a émis au mois de mai 2015 une position-recommandation pour encourager les sociétés à consulter leurs actionnaires préalablement à la cession de la majorité de leurs actifs dans le but de renforcer l'information du marché. Dans le domaine de la gestion, après avoir réalisé pour la première fois un état des lieux des pratiques des fonds français en matière d'investissement socialement responsable, l'AMF a ajusté sa doctrine pour améliorer l'information à inclure dans la documentation commerciale.

Enfin, en 2015, la Commission des sanctions a rendu 22 décisions concernant 71 personnes physiques ou morales. Au total, elle a prononcé des sanctions pécuniaires, pour un montant global de plus de 21,3 millions d'euros. La Commission des sanctions a également prononcé 4 sanctions disciplinaires allant de l'avertissement à l'interdiction temporaire d'exercer. À plusieurs reprises au cours de l'année, la Commission a ainsi montré qu'elle restait vigilante quant à l'obligation pour les émetteurs d'informer le public dès que possible. Elle a également sanctionné une manipulation de cours réalisée par un trader à haute fréquence. Enfin, la Commission a homologué 12 accords de composition administrative.

Les enjeux internationaux et européens

Dans la continuité de son action au plan national, l'AMF a porté sa vision et ses positions sur les priorités en matière de politique de régulation sur un agenda extrêmement dense au sein de l'Autorité européenne des marchés financiers (*European Securities Market Authority* – ESMA) et, au plan international, via un engagement toujours actif dans les travaux de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) et du Conseil de stabilité financière (CSF ou *Financial Stability Board*, FSB).

Deux dimensions ont spécialement marqué l'agenda européen en 2015 : l'orientation de l'action européenne en faveur de la croissance, avec l'initiative lancée au printemps par la Commission européenne en vue d'une Union des marchés de capitaux, et l'accent mis sur la convergence en matière de supervision qui caractérise la stratégie de l'ESMA pour la période 2015-2019 d'autre part.

S'agissant de la mise en place, d'ici 2019, d'une Union des marchés de capitaux destinée à donner un nouvel élan à l'investissement en Europe, au bénéfice de la croissance et de l'emploi, l'AMF a contribué à la réflexion lancée par la Commission européenne. Il s'agit là en effet d'une priorité qui rejoint celles qui gouvernent la stratégie du régulateur visant à remettre la finance au service de l'économie. L'AMF a ainsi formulé des propositions concrètes sur les axes proposés par la Commission en vue de diversifier les sources de financement pour les entreprises tout en s'appuyant sur la mise en œuvre effective des réformes post-crise. Pour l'AMF, l'enjeu est de trouver le juste équilibre entre croissance, compétitivité et protection des investisseurs. Il s'agit de réconcilier les investisseurs avec les marchés, d'innover pour mieux répondre aux besoins de la croissance et de mettre en œuvre une culture européenne de supervision. Dans le même esprit, l'AMF a ensuite contribué à l'appel à témoignages – *call for evidence* – lancé en septembre 2015 par la Commission européenne en vue de réaliser une évaluation sur le cadre réglementaire des services financiers dans l'Union. Souscrivant à l'objectif de dresser un état des lieux et de déterminer quels ajustements proportionnés et dûment réfléchis sont nécessaires afin d'assurer la cohérence globale de la législation, l'AMF a proposé un ensemble de recommandations qui devraient, selon elle, guider l'action européenne : assurer la lisibilité et la stabilité législatives ; avoir recours en tant que de besoin au principe de proportionnalité afin de ne pas faire peser sur les plus petits acteurs des contraintes inutilement lourdes ; promouvoir l'utilisation efficace des données recueillies par les régulateurs auprès des entités régulées ; assurer la convergence de la supervision grâce à l'action de l'ESMA ; défendre la compétitivité de l'Union au plan international.

Après une période de forte production normative, le besoin d'une convergence accrue en matière de supervision se fait ardemment sentir. La révélation des pratiques malsaines à destination des investisseurs de détail sur les marchés du Forex démontre que les diligences et l'intensité de la supervision diffèrent encore trop entre les États de l'Union. La mise en place d'une culture commune en matière de supervision est ainsi un axe majeur de la stratégie 2016-2020 de l'ESMA, défendu avec constance par l'AMF dès le début des discussions sur la définition de cette stratégie au sein de l'ESMA.

Par ailleurs, il est primordial que l'ESMA dispose des outils nécessaires pour pouvoir jouer pleinement son rôle de coordination et de mutualisation dans le cadre de la mise en place et de l'exploitation des *reportings* au titre des différentes directives et règlements européens. Il est aujourd'hui impératif de faire en sorte que les données ainsi collectées par les régulateurs nationaux et par l'ESMA puissent être utilisées de la manière la plus efficace possible pour le suivi des risques et la surveillance des marchés.

Plus généralement, l'agenda législatif européen a conduit l'AMF à apporter son expertise dans les négociations de plusieurs textes importants parmi lesquels le règlement sur les fonds monétaires et celui sur les indices de référence. Directement liés à l'initiative sur l'Union des marchés de capitaux, les chantiers relatifs à la titrisation et à la réforme de la directive prospectus ont également mobilisé l'AMF qui a aussi apporté sa contribution aux débats en vue de la révision de la directive sur le droit des actionnaires. Sur le front de la production des textes d'application des grandes réformes, l'AMF a aussi notamment consacré une part importante de ses ressources à la finalisation, au sein de l'ESMA, des textes d'application nécessaires pour la mise en œuvre du règlement EMIR et la compensation obligatoire des transactions sur instruments dérivés négociés de gré à gré (OTC), à la finalisation des textes d'application relatifs à la législation sur les marchés d'instruments financiers (MIF) ou encore, dans le domaine de la gestion, au règlement sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance (règlement PRIIPS) et aux conditions d'ouverture du passeport AIFM aux pays tiers à l'Union européenne.

2015 aura également été une année d'intenses négociations entre les institutions européennes et les autorités de pays tiers en vue de la reconnaissance de chambres de compensation dans le cadre de la mise en œuvre d'EMIR ou encore de la préparation de l'extension du passeport AIFM à certains pays tiers.

Au plan international, outre la finalisation des réformes engagées (par exemple la réforme des dérivés OTC ; la régulation et le suivi de la finance parallèle ou *shadow banking*), le FSB a initié de nouveaux chantiers visant à renforcer la solidité du système financier international auxquels l'AMF a activement contribué. Le FSB s'est, en particulier, intéressé à l'analyse des vulnérabilités

conjoncturelles et structurelles associées au secteur de la gestion d'actifs. L'AMF est particulièrement impliquée dans ces travaux via sa présidence du comité 5 de l'OICV consacré à la gestion d'actifs et la co-présidence du groupe de travail du FSB dédié au *shadow banking*. Le Conseil de stabilité financière a également développé un programme de travail conjoint avec le Comité de Bâle, l'OICV et le Comité sur les paiements et les infrastructures (CPIM) concernant la résilience, le redressement et la résolution des chambres de compensation. Enfin, il a engagé un travail d'évaluation des règles pour limiter les risques induits par les comportements répréhensibles (*misconduct*) au sein des institutions financières. Ces nouveaux chantiers traduisent l'évolution du périmètre d'actions du FSB qui se recentre sur les activités de marché, après s'être attaché, au lendemain de la crise, à revoir le cadre réglementaire applicable aux banques et aux assureurs systémiques. Dans ce contexte, la participation de l'AMF (et plus généralement des régulateurs de marché) au sein des instances internationales est plus que jamais une nécessité afin d'influer, le plus en amont possible, sur l'élaboration de politiques de régulation et de veiller au maintien d'un *level playing field* international.

L'AMF a participé également à l'action de convergence internationale poursuivie par l'OICV qui s'est notamment traduite, en septembre 2015, par la publication d'un rapport sur la régulation des activités conduites de manière transfrontalière². Ce rapport constitue une étape clé de la réflexion internationale visant à renforcer la coopération entre régulateurs.

Le suivi de la mise en œuvre effective et convergente des standards internationaux constitue enfin l'un des axes prioritaires de l'action des instances internationales, soutenu résolument par l'AMF. En novembre 2015, le FSB a publié la première édition d'un rapport annuel faisant état de la mise en œuvre des réformes au sein des juridictions et proposant une analyse des impacts combinés de celles-ci.

2. OICV, « *IOSCO Task Force on Cross-Border Regulation* », septembre 2015.

Perspectives 2016

Dans le contexte macro-économique morose et les phénomènes d'extrême réactivité des marchés qui marquent le début de cette année 2016, les perspectives qui s'ouvrent annoncent une tâche ardue pour les régulateurs de marché. Il leur faut réduire les risques, particulièrement ceux de nature systémique, les gérer au mieux, accroître la transparence et renforcer la confiance dans le marché ainsi que, par ailleurs, aider la finance à se recentrer sur son rôle d'allocation optimale des financements nécessaires aux entreprises et à l'économie.

Pour accomplir sa mission, l'AMF continuera d'œuvrer en faveur de la plus grande efficacité possible de l'action concertée des régulateurs au sein des instances européennes et internationales. Elle continuera de défendre le besoin de convergence des règles et des pratiques pour assurer la protection des investisseurs et assurer une saine concurrence entre les professionnels. Elle s'investira également dans le dialogue indispensable entre autorités prudentielles et de marché qui trouve notamment sa place au sein du Conseil de stabilité financière. À ce titre, elle attachera une importance particulière aux travaux de l'OICV conduits dans le cadre du programme de travail du FSB et visant à réduire les risques liés aux comportements individuels répréhensibles commis sur les marchés de gros de taux, de change et de matières premières et leurs conséquences sur les marchés financiers internationaux. Elle restera naturellement vigilante à ce que les bonnes pratiques identifiées par l'OICV en matière de politique de régulation transfrontière soient utilisées dans le cadre des travaux de l'Organisation et encouragera leur utilisation sur un plan bilatéral vis-à-vis des régulateurs de pays tiers.

De façon opérationnelle, à l'ESMA, elle contribuera dans toute la mesure de ses moyens à la mise en œuvre de la stratégie de convergence en matière de supervision qui marquera les années qui viennent. Les chantiers clés en la matière incluent la mise en place de systèmes communs de collecte et de gestion des données pour les besoins d'identification des risques et, surtout, de ceux requis par les textes issus de la révision de la directive sur les Marchés d'instruments financiers pour la surveillance des marchés par les autorités nationales et l'agence européenne. L'amélioration de la qualité de la supervision des marchés dérivés de gré à gré est une priorité, de même que la

préparation des autorités à mettre en œuvre les nouveaux pouvoirs que leur donnent les textes MIF comme, par exemple, les pouvoirs d'interdiction de certains produits ou pratiques.

Enfin, l'AMF sera attentive à l'impact de la révolution digitale et aux nouvelles formes de conseil, de distribution des produits d'épargne ou de financement qui émergent ainsi qu'à l'irruption des Fintechs dans le paysage. Elle s'impliquera dans les suites qui seront données au plan d'action relatif à l'Union des marchés de capitaux, à l'appel à témoignages sur le cadre réglementaire européen, ainsi qu'au livre vert sur les services financiers de détail. Elle veillera en particulier à ce que les réformes envisagées ne débouchent pas sur des initiatives susceptibles d'amoindrir la protection des investisseurs sous couvert de levée d'obstacles ou de volonté d'unification des marchés. Elle apportera son expérience à l'élaboration des textes qui résulteront, le cas échéant, de ces initiatives et, au plan opérationnel, entend accompagner ces évolutions en gardant en tête le même objectif : trouver le bon équilibre entre une place qui doit attirer les talents, le financement de l'économie et la protection des investisseurs.



LA RÉGULATION FINANCIÈRE

1 Des initiatives pour le financement de l'économie et des entreprises	15
2 Une nouvelle organisation des marchés	22
3 Des mesures pour éviter les risques systémiques et les prises de risques excessives	24
4 Des investisseurs mieux informés sur les produits vendus	30
5 Des investisseurs mieux informés sur les sociétés cotées	33
6 Des investisseurs mieux protégés	39
7 Un système de détection et de répression qui évolue	40
8 Un nouveau cadre pour l'audit	44



Des initiatives pour le financement de l'économie et des entreprises

A. L'UNION DES MARCHÉS DE CAPITAUX

Le projet d'Union des marchés de capitaux (UMC) a été lancé en 2014 par le président de la Commission européenne. Il vise à stimuler la croissance et la création d'emplois en diversifiant les sources de financement des entreprises en complément du crédit bancaire, en facilitant l'accès des entreprises au financement, en favorisant les investissements de long terme, et en supprimant les obstacles aux investissements transfrontières. Ce projet rejoint le plan stratégique 2013–2016 de l'AMF qui a retenu, parmi ses priorités, le financement de l'économie.

Début 2015, la Commission européenne a lancé une consultation publique sur l'UMC à travers la publication d'un livre vert. L'AMF s'est investie pour élaborer une contribution positive et constructive sur ce que devaient être les ambitions et les objectifs de l'UMC.

Pour l'AMF, l'UMC doit être une initiative au bénéfice des entreprises et des investisseurs et, en premier lieu, des particuliers incités à réorienter leur épargne vers les marchés de capitaux. Cela impose de leur garantir une protection efficace, un accès à des produits d'investissement diversifiés et les moyens de comprendre les risques propres à chaque type d'investissement, tout en intégrant l'impact des innovations technologiques qui bouleversent les modèles de distribution.

L'UMC doit également promouvoir la mise en œuvre d'une culture commune en matière de supervision, cruciale pour la réalisation du marché intérieur de l'Union et la garantie d'une concurrence équitable en son sein. Aujourd'hui, alors que l'essentiel des réformes décidées après la crise financière ont été adoptées, l'enjeu repose davantage sur la qualité de leur mise en œuvre et sur une plus grande efficacité de la supervision en Europe. Les législateurs européens ont confié à l'autorité européenne des marchés financiers

(ESMA) un rôle central en matière de convergence qui doit être consolidé dans le cadre de l'UMC. L'ESMA utilise pleinement les pouvoirs qui lui ont été conférés pour assurer la mise en œuvre effective et convergente de la réglementation unique européenne (*single rule-book*). En outre, l'AMF souhaite que l'ESMA se voie confier un rôle pivot dans les circuits de transmission et de gestion de données en Europe. La réforme du cadre réglementaire financier européen s'est en effet traduite par une multiplication des obligations de *reporting* et un accroissement des flux de données. Il est impératif d'améliorer la qualité de ces données et de faire en sorte qu'elles puissent être utilisées de la manière la plus efficace possible.

Les messages de l'AMF ont été en grande partie entendus par la Commission européenne qui a publié son plan d'action en septembre 2015. Le plan contient une trentaine d'actions déclinées en six thèmes :

- financer l'innovation, les *start-up* et les sociétés non cotées ;
- faciliter les introductions en bourse et les levées de capitaux ;
- investir pour le long terme dans les infrastructures et les investissements durables ;
- favoriser l'investissement des institutionnels et des particuliers ;
- exploiter la capacité des banques à soutenir l'ensemble de l'économie ; et
- faciliter les investissements transfrontiers.

Le plan annonce également différentes initiatives, dont la publication d'un appel à témoignages sur le cadre réglementaire des services financiers dans l'Union européenne visant à recueillir des informations concrètes sur l'existence de règles pouvant entraîner des effets indésirables et compromettre la capacité de l'économie à se financer et à croître, de charges réglementaires inutiles, d'incohérences et de lacunes.



GUILLAUME ELIET
secrétaire général adjoint,
Direction de la régulation et des affaires internationales

“ Prospectus, titrisation, distribution des fonds, convergence dans la supervision : l'AMF s'est mobilisée pour apporter sa contribution et son expérience aux consultations de la Commission européenne pour une Union des marchés de capitaux. Notre implication était une évidence : agir pour le financement de l'économie est l'un des trois piliers de notre plan stratégique 2013-2016. ”

L'AMF a engagé des réflexions dans la plupart des domaines du plan d'action de la Commission européenne comme la proposition de règlement sur les opérations de titrisation dites « simples, transparentes et standardisées » (STS) ou encore la proposition de règlement sur la révision de la directive Prospectus (voir ci-après).

L'AMF continuera de s'investir dans le projet d'UMC avec une vigilance particulière. Pour l'AMF, il est primordial que les avancées nécessaires en vue de soutenir le rôle des marchés au service du financement de l'économie européenne et de la croissance se réalisent au bénéfice des investisseurs et de l'intégrité des marchés.

B. LA PRÉPARATION D'UN NOUVEAU RÈGLEMENT EUROPÉEN SUR LA TITRISATION

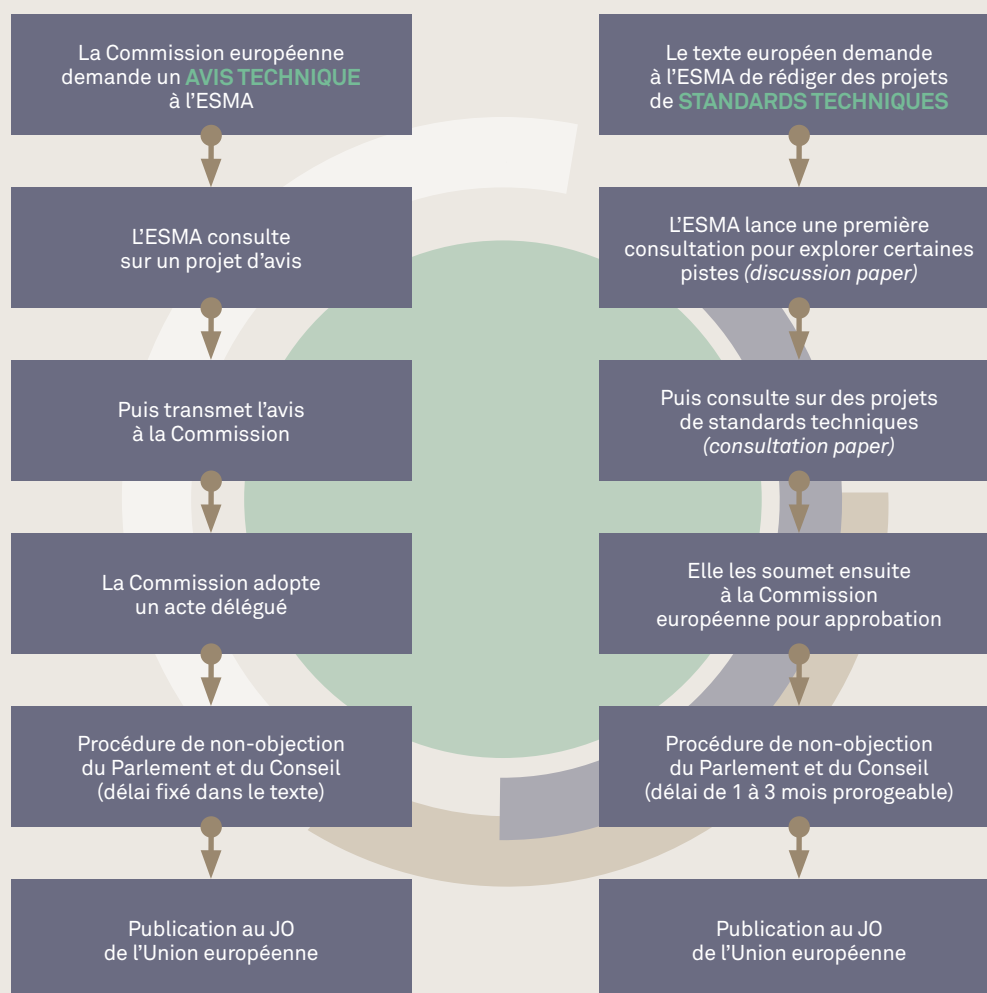
La titrisation souffre encore en Europe d'un faible développement, voire d'une forme de stigmatisation aux yeux des investisseurs. Dans le cadre de son initiative pour l'UMC, la Commission européenne a lancé entre février et mai 2015 une consultation sur la titrisation puis a publié le 30 septembre 2015 une proposition de règlement établissant des règles communes en matière de titrisation ainsi qu'un cadre européen pour les opérations de titrisation simples, transparentes et standardisées.

Ce projet européen, qui s'inscrit dans la continuité des discussions du Comité de Bâle et de l'OICV, vise à définir une titrisation STS qui facilitera les contrôles effectués par les investisseurs. Les titrisations STS pourraient bénéficier ensuite d'un traitement prudentiel avantageux favorisant l'investissement par des établissements de crédit ou des assureurs. L'objectif est d'éviter que ne se reproduise l'usage inapproprié de la titrisation, avec les erreurs qui ont marqué la crise financière de 2007-2008, et de relancer le marché de la titrisation en attirant d'avantage d'investisseurs institutionnels.

L'AMF a répondu à la consultation de la Commission en appelant à la mise en place d'un cadre qui garantisse la qualité du véhicule de titrisation avec une gouvernance assurée par un acteur agréé à l'image des sociétés de gestion de portefeuille et la certification du caractère STS des opérations de titrisation fournie par une autorité publique. Cette dernière ne se substituerait pas aux contrôles effectués par les investisseurs, dans la mesure où elle ne jugerait pas le risque de crédit des actifs titrisés mais apporterait un niveau de sécurité sur la structure de l'opération, permettant d'augmenter la transparence et de réduire les risques de conflits d'intérêts.

La proposition de règlement de la Commission de septembre 2015 prévoit à la fois des nouvelles obligations pour toutes les titrisations européennes (en termes de transparence et d'obligation de rétention d'un intérêt économique) ainsi que les critères définissant une titrisation STS. Si la législation de l'Union en vigueur impose déjà certaines règles dans le secteur des établissements de crédit, de la gestion d'actifs et des assurances, elles sont dispersées entre plusieurs textes juridiques et ne sont pas toujours cohérentes entre elles.

ACTES DÉLÉGUÉS ET STANDARDS TECHNIQUES : DES PROCÉDURES DIFFÉRENTES



La première partie du projet de règlement s'attache dès lors à rassembler des dispositions existantes dans différents règlements et directives (CRR, AIFM, Solvabilité II)¹ et à les étendre aux directives OPCVM² et IORP³, garantissant ainsi la cohérence et la convergence des règles des différents secteurs, tout en rationalisant et en simplifiant les règles existantes. L'obligation de

réduction d'un intérêt économique de 5 % sera désormais directement applicable à toute titrisation européenne. Elle était auparavant seulement respectée par les investisseurs européens régulés (établissements de crédit, sociétés d'assurance ou fonds d'investissement).

La seconde partie du règlement contient les critères qui définissent la titrisation STS. Les principaux critères que doit respecter une titrisation STS sont les suivants :

- seules les titrisations avec cession parfaite peuvent être désignées « STS » (pas de titrisation synthétique⁴) ;

1. Directive 2009/138/CE du 25 novembre 2009 sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice.

2. Directive 2009/65/EC relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities).

3. Directive 2003/41/CE sur les institutions de retraite professionnelle (IORP).

4. Une titrisation synthétique est une opération de titrisation pour laquelle les valeurs mobilières adossées (asset-backed security), sur lesquelles sont calculés les flux, ne sont pas vendues au véhicule de titrisation ; mais le risque lui est transféré grâce à un dérivé de crédit.

- les opérations de titrisation devront être adossées à des paniers d'exposition homogène quant aux types d'actifs qui les composent ;
- les expositions doivent être initiées dans le cadre ordinaire de l'activité du prêteur initial ;
- les expositions sous-jacentes n'incluent pas de titrisations pour éviter les titrisations de titrisations.

Des critères spécifiques ont été établis pour définir la titrisation STS de créances à court terme (*asset-backed commercial papers*⁵).

L'AMF a accompagné la Direction générale du Trésor lors des négociations du règlement au Conseil de l'Union européenne entre octobre et décembre 2015. Une approche générale a été adoptée par le Conseil en décembre 2015 et le texte sera discuté au Parlement européen en 2016. Le texte, tel que négocié au Conseil, prévoit que le « label » d'une titrisation STS soit auto-décerné par les acteurs puis automatiquement publié sur le site de l'ESMA sans vérification par cette dernière. Bien que la France ait obtenu la possibilité pour les acteurs de la titrisation de recourir à une tierce partie, agréée par une autorité nationale compétente, pour certifier le fait qu'une titrisation respecte tous les critères STS, il y a des raisons de craindre que l'auto-certification ne permette pas de redonner confiance aux investisseurs. Le risque que le label STS soit retiré pourrait nuire à l'investisseur et l'agrément du certificateur tiers par une autorité nationale ne garantit pas une application harmonisée des critères STS en Europe. Par ailleurs, le texte ne prévoit aucune obligation quant à la structure des véhicules de titrisation et reporte l'obligation de contrôle sur l'investisseur au lieu d'introduire une gouvernance sous la responsabilité d'un acteur préalablement agréé et agissant dans l'intérêt des investisseurs.

5. Les *Asset-backed commercial papers* (ABCP) sont des billets de trésorerie adossés à des créances courtes, souvent des créances clients d'une entreprise (typiquement, des *leasings automobile*) ou des encours de cartes de crédit.

C. LA PROPOSITION DE RÈGLEMENT PROSPECTUS 3

Dans le cadre de l'UMC, la Commission a publié le 30 novembre 2015 une proposition de règlement en vue de remplacer les directives existantes de 2003⁶ et de 2010⁷. Cette publication a été précédée d'une consultation publique, entre février et mai 2015, à laquelle l'AMF a répondu. La proposition de règlement entend recentrer le prospectus sur sa vocation première d'informer les investisseurs tout en améliorant l'accès des entreprises aux marchés de capitaux. Le prospectus actuel est en effet souvent jugé trop lourd pour les émetteurs et peu pertinent pour les investisseurs.

Le nouveau règlement – qui devra être complété par des actes délégués – poursuit trois objectifs :

- la réduction du formalisme administratif pour certains émetteurs ;
- une information plus pertinente pour les investisseurs ;
- une plus grande convergence entre le prospectus et d'autres supports d'information.

Il cible quatre types d'émetteurs : ceux déjà cotés et recourant aux émissions secondaires, les PME, les émetteurs fréquents et les émetteurs de titres de dette de nominal élevé.

Les principales innovations introduites par la proposition de règlement sont les suivantes :

- un relèvement de l'intervalle dans lequel les États membres pourraient opter pour un seuil national applicable aux offres domestiques (sans passeport). Après relèvement, ce champ s'étendrait de 500 000 à 10 millions d'euros (contre une fourchette de 100 000 à 5 millions d'euros aujourd'hui). Les régimes d'information spécifiques au financement participatif en titres seraient préservés ;

6. Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et modifiant la directive 2001/34/CE.

7. Directive 2010/73/UE du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 modifiant la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé.

- l'introduction d'un « *universal registration document* » (URD), dont le régime est directement inspiré du document de référence français. Il permet aux émetteurs fréquents de mieux saisir les fenêtres de marché. Ces émetteurs déposent chaque année un document d'information consolidée, susceptible de constituer une large partie du prospectus. Ils bénéficient d'une approbation a posteriori et d'un délai d'approbation du prospectus réduit à cinq jours contre dix auparavant ;
- un nouveau prospectus allégé pour les émissions secondaires, qui pourrait concerner un grand nombre d'opérations, destiné à éviter la duplication d'informations déjà publiées par l'émetteur. En outre, le seuil d'exemption de prospectus d'admission pour les titres fongibles est relevé de 10 à 20 % de dilution ;
- la suppression du seuil de 100 000 euros de nominal pour les titres de dette qui, selon la Commission, nuit à la liquidité et à l'accès des investisseurs particuliers, et l'unification du régime d'information correspondant ;
- un résumé totalement revu et inspiré du document d'information clé prévu par le règlement PRIIPs (voir page 30). Ce résumé – à régime de responsabilité inchangé – sera ainsi plus court (six pages), plus lisible et présentera un nombre limité de facteurs de risque selon des critères de matérialité, probabilité d'occurrence et spécificité afin d'enrayer la tendance à la protection juridique qui alourdit les prospectus ;
- s'agissant des PME, le texte prévoit d'harmoniser la définition boursière en l'alignant sur celle prévue pour les marchés de croissance des PME dans la directive MIF II, soit une capitalisation inférieure à 200 millions d'euros. Le schéma proportionné – un allègement qui avait été prévu pour les PME par la directive Prospectus en 2010 – n'a pas rencontré le succès espéré. Une version encore plus allégée serait prévue mais réservée aux PME non cotées sur un marché réglementé. Un nouveau format de prospectus d'inspiration américaine, sous forme de questions-réponses, est également proposé ;
- un régime de sanction plus complet et précis, dans la continuité des directives récentes ;
- des mesures plus techniques portant, par exemple, sur l'extension du champ des prospectus de base, la clarification du régime des offres adossées à deux prospectus de base consécutifs, une modernisation du régime de publication ou le régime des émetteurs de pays tiers.

En revanche, deux dispositions importantes demeurent finalement inchangées :

- le critère de détermination de l'État membre d'origine pour les émissions de titres de dette de nominal supérieur à 1 000 euros, qui peut être celui du marché de cotation ;
- le contrôle de la documentation commerciale, que l'autorité de l'État membre d'origine – et non d'accueil – doit avoir la capacité mais non l'obligation d'exercer.

L'AMF a salué cette proposition de la Commission, dont nombre de dispositions constituent des avancées, en particulier l'URD, le nouveau résumé et la rationalisation des facteurs de risque. Elle entend cependant veiller à ce que le prospectus d'émission secondaire comporte l'information nécessaire aux investisseurs, a fortiori lors d'opérations modifiant substantiellement le capital, et à ce que sa pratique de contrôle de la documentation commerciale à destination des investisseurs individuels soit préservée.

D. LES FONDS EUROPÉENS D'INVESTISSEMENT À LONG TERME (EUROPEAN LONG TERM INVESTMENT FUND, ELTIF)

À la suite de l'adoption du règlement ELTIF en avril 2015, l'AMF a travaillé à sa mise en œuvre au niveau français et aux négociations des standards techniques à l'ESMA. Applicable à partir du 9 décembre 2015, ce règlement vise à acheminer l'épargne européenne vers des investissements européens à long terme dans l'économie réelle (projets d'infrastructures, sociétés non cotées ou PME cotées), tout en favorisant pour les investisseurs l'émergence de sources de rendements à long terme.

Le règlement permet à un fonds d'investissement alternatif (FIA) français de demander un agrément ELTIF à l'AMF s'il respecte les contraintes du règlement. En particulier, le fonds doit être fermé ou limiter les possibilités de rachat et être géré par un gestionnaire agréé conformément à la directive sur les Gestionnaires de fonds alternatifs dite « directive AIFM ». Un fonds ELTIF doit investir au moins 70 % de son capital dans des actifs de long terme, notamment les instruments de capitaux propres ou de dettes et les prêts, le reste devant être investi dans des actifs liquides.

Un fonds agréé ELTIF bénéficiera d'un traitement prudentiel favorable pour les entreprises d'assurance qui investiront dedans (grâce à une modification de la directive Solvabilité II) et pourra être commercialisé auprès d'investisseurs de détail (au sens du règlement) dans toute l'Union européenne. Plusieurs garde-fous ont été prévus par le règlement pour permettre un haut niveau de protection des épargnants. Le gestionnaire du fonds ELTIF ou tout distributeur, après avoir fourni un conseil d'investissement, devra s'assurer, compte tenu des informations transmises par l'investisseur, que ce dernier n'investit pas un montant total supérieur à 10 % de son portefeuille d'instruments financiers dans des ELTIF et que le montant initial investi dans un ou plusieurs ELTIF est au minimum de 10 000 euros.

Afin que les fonds français puissent bénéficier des avantages du règlement ELTIF au même titre que les autres fonds européens, l'AMF a proposé une modification de son règlement général pour autoriser les fonds professionnels de capital investissement (FPCI), les fonds professionnels spécialisés (FPS) et les organismes de titrisation (OT) qui seraient agréés ELTIF à être ouverts à des investisseurs de détail dans les conditions du règlement. L'AMF a également travaillé avec plusieurs associations professionnelles sur un guide pour accompagner les sociétés de gestion de portefeuille souhaitant demander un agrément ELTIF.

Enfin, l'AMF a lancé, le 22 octobre 2015, une consultation publique pour réfléchir aux conditions permettant à des fonds de droit français de prêter directement à des entreprises, dans un cadre juridique sécurisé et innovant. L'activité de prêt étant très particulière, l'autorisation pour une société de gestion d'octroyer des prêts devra s'accompagner de la définition précise d'obligations fortes en termes d'organisation, de moyens (humains et techniques), d'expertise (analyse du risque crédit notamment) et d'expérience des personnes impliquées. Ce cadre juridique français modernisé permettra notamment aux fonds français de bénéficier pleinement de toutes les possibilités offertes par le règlement ELTIF.

Parallèlement, la loi de finances rectificative de 2015 a autorisé les fonds professionnels spécialisés, les organismes de titrisation et les fonds professionnels de capital investissement à prêter dans les conditions prévues par le règlement ELTIF, dès le 1^{er} janvier 2016.

Cette modification législative permettra également, à l'avenir, à des fonds français, non agréés ELTIF, de prêter dans les conditions d'un décret en Conseil d'État.

E. LES RÈGLEMENTS SUR LES FONDS EUROPÉENS DE CAPITAL-RISQUE (EuVECA) ET LES FONDS D'ENTREPRENEURIAT SOCIAL (EuSEF)

Entrés en vigueur le 22 juillet 2013, ces règlements offrent un régime allégé et un cadre de commercialisation commun aux gestionnaires de fonds alternatifs investis respectivement dans l'entrepreneuriat ou le capital-investissement européens. Ces deux dispositifs n'ayant pas rencontré le succès espéré, la Commission européenne a lancé, au quatrième trimestre 2016, une consultation publique visant à identifier les mesures permettant d'améliorer l'attractivité de ces labels européens⁸.

F. LA MISE EN PLACE D'UN NOUVEAU VÉHICULE D'INVESTISSEMENT COMPÉTITIF : LA SOCIÉTÉ DE LIBRE PARTENARIAT

La loi pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques⁹ a ouvert la possibilité de créer une nouvelle forme de fonds professionnel spécialisé : la société de libre partenariat (SLP)¹⁰.

La société de libre partenariat est un fonds déclaré à l'AMF qui prend la forme d'une société en commandite simple. Les parts des commanditaires sont réservées à certains investisseurs (clients professionnels, investisseurs dont la souscription initiale ou l'acquisition est d'au moins 100 000 euros, etc.).

8. Consultation publique de la Commission européenne lancée le 30 septembre 2015 et portant sur le réexamen du règlement (UE) n° 34512013/UE du Parlement européen et du Conseil du 17 avril 2013 relatif aux fonds de capital-risque européens (EuVECA) et du règlement (UE) n° 346/2013/UE du Parlement et du Conseil du 17 avril 2013 relatif aux fonds d'entrepreneuriat social européens (EuSEF).

9. Loi n° 2015-990 du 6 août 2015.

10. Ces dispositions législatives ont été complétées par : le décret n° 2015-1204 du 29 septembre 2015 relatif à la SLP ; une mise à jour de l'instruction, DOC-2012-06 et l'arrêté du 29 septembre 2015 portant homologation de modifications du règlement général de l'AMF.

La création de la société de libre partenariat permet aux investisseurs français et étrangers de bénéficier d'un véhicule compétitif au plan européen en matière de capital-investissement. Sa mise en place vient ainsi compléter la gamme des FIA français en la dotant d'un véhicule offrant des avantages comparables aux *limited partnerships* de droit anglo-saxon.

G. LE FINANCEMENT DE LA TRANSITION ÉNERGÉTIQUE POUR LA CROISSANCE VERTE

L'investissement participatif dans les projets de production d'énergie renouvelable

La loi n° 2015-992 du 17 août 2015 relative à la transition énergétique pour la croissance verte autorise¹¹ les sociétés par actions, les sociétés d'économie mixte locales et les sociétés coopératives constituées pour porter un projet de production d'énergie renouvelable, à proposer la souscription de titres de dette aux habitants résidant à proximité du projet ou aux collectivités territoriales sur le territoire desquelles le projet doit être réalisé. Ces offres pourront notamment être proposées via le site internet d'un conseiller en investissements participatifs ou d'un intermédiaire en financement participatif. Un décret en Conseil d'État doit préciser les conditions dans lesquelles ces offres ne constituent pas des offres au public de titres et ne sont, par conséquent, pas soumises à l'obligation de publier un prospectus visé préalablement par l'AMF.

H. LES CERTIFICATS MUTUALISTES

L'article 54 de la loi n° 2014-856 du 31 juillet 2014 avait créé le certificat mutualiste pour les mutuelles relevant du code de la mutualité et les sociétés d'assurance mutuelle relevant du code des assurances. Ce nouvel instrument doit permettre à ces émetteurs de bénéficier de nouvelles sources de financement pour leur développement dans un contexte prudentiel renforcé. L'entrée en vigueur de la directive Solvabilité II au 1^{er} janvier 2016 oblige en effet les mutuelles et les sociétés d'assurance mutuelle à accroître leurs fonds propres, parallèlement à un durcissement des

règles d'éligibilité de certains outils de financement (dettes subordonnées en particulier) au statut de fonds propres prudentiels. Dans ce contexte, cet instrument est d'autant plus utile pour ces sociétés que l'absence de capital social leur ferme l'accès aux marchés de capitaux pour renforcer leurs fonds propres.

Le législateur a ainsi prévu spécifiquement que les certificats mutualistes relevant de l'article L. 322-26-8 du code des assurances peuvent faire l'objet d'une offre au public dans les conditions fixées par le règlement général de l'AMF. C'est dans ce cadre que l'AMF a mis en place au printemps 2015 un schéma adapté de prospectus (à l'instar de celui qui avait été mis en place fin 2010 pour les offres au public de parts sociales des banques mutualistes).

Au-delà du prospectus, l'AMF reste vigilante sur la documentation commerciale afin que cette dernière reflète les caractéristiques spécifiques du produit, notamment en ce qui concerne le caractère non cessible de ces instruments. Il est à noter, en effet, que les certificats mutualistes ne sont pas cessibles à un autre détenteur ou à un tiers ; seul le rachat par l'émetteur (et à la seule initiative de ce dernier dans le cadre de programmes annuels de rachats décidés par l'assemblée générale et soumis à l'autorisation de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, l'ACPR) permet à l'investisseur de céder son titre. En conséquence, les certificats mutualistes se caractérisent par une quasi-absence de liquidité.

Par ailleurs, la rémunération variable attachée à ces produits est plafonnée et non garantie : elle est fixée chaque année par l'assemblée générale approuvant les comptes de l'émetteur. Il n'existe donc aucune garantie de rendement (l'assemblée générale pouvant décider de n'accorder aucune rémunération) et celui-ci peut varier d'une année à l'autre. Enfin, le choix de l'investisseur d'obtenir une rémunération sous forme de nouveaux certificats mutualistes se fait au moment de la souscription (option sur le bulletin) et sera applicable par défaut chaque année suivante au moment de la décision de rémunération par l'assemblée générale. L'investisseur aura certes la possibilité de revenir sur cette option à tout moment mais la décision devra intervenir avant l'assemblée générale statuant sur le montant de la rémunération payée au cours de l'année N pour être effective en année N.

11. Article L. 314-24 du code de l'énergie.

Une nouvelle organisation des marchés

LA RÉVISION DE LA DIRECTIVE MARCHÉS D'INSTRUMENTS FINANCIERS (MIF)

Les travaux de transposition et la préparation des textes d'application

Réponse du législateur à la crise financière de 2008, MIF II est l'un des textes les plus structurants tant pour l'évolution future des marchés européens qu'en matière de protection des investisseurs. De nombreux pans de la régulation financière sont ainsi couverts par la révision de la directive MIF. Elle prévoit notamment un régime de transparence pré- et post-négociation amélioré et étendu à une large population d'instruments financiers ainsi qu'un cadre réglementaire spécifique au *trading* algorithmique et au *trading* haute fréquence prenant en compte les évolutions technologiques des marchés. En outre, elle met en place des obligations de *reporting* et de limites de positions pour les dérivés de matières premières et renforce les règles de protection des investisseurs.

Afin de préparer l'entrée en application de MIF II, l'AMF a contribué activement en 2015, aux côtés de la Direction générale du Trésor, aux travaux de transposition en droit national de la directive MIFID II dans la perspective d'une entrée en application en janvier 2017, étant rappelé que les États membres sont tenus de finaliser la transposition en droit interne avant le 3 juillet 2016. À cet effet, le Parlement a habilité le Gouvernement à prendre par voie d'ordonnance les mesures nécessaires à la transposition de la directive MIFID II relevant du domaine de la loi, à l'exception de celles intervenant en matière répressive, ainsi que les mesures tendant à la protection des investisseurs par le renforcement de la transparence et de l'intégrité des marchés financiers. Ce projet d'ordonnance sera soumis à consultation publique. La Commission européenne a annoncé le 10 février 2016 sa proposition de reporter d'un an le délai d'entrée en application de MIF II, soit en janvier 2018.

MIF II est la révision de la directive sur les Marchés d'instruments financiers (dite « directive MIF ») qui avait été adoptée en 2004 et dont l'entrée en application est intervenue en novembre 2007. MIF II se compose de la directive 2014/65/UE (dite « MIFID II ») et d'un règlement (UE) 600/2014 (dit « MIFIR ») tous deux dits textes de « niveau 1 », publiés au Journal officiel de l'Union européenne le 12 juin 2014 et collectivement désignés « MIF II ».

L'objectif de la transposition est d'éviter toute « sur-transposition » de dispositions, en cherchant une harmonisation maximale sur le droit européen. La transposition est également l'occasion de « toiletter » les textes. Ainsi en France, les sociétés de gestion de portefeuille (SGP) agréées par l'AMF ont, historiquement, également le statut d'entreprises d'investissement (EI) auxquelles s'applique, en principe, MIF II. Or, la directive MIF n'a pas vocation à encadrer la gestion collective et l'un des objectifs de l'AMF est de s'assurer que les sociétés de gestion de portefeuille ne soient pas soumises à des dispositions que le droit européen n'impose pas. C'est pourquoi il est proposé de ne plus qualifier toutes les sociétés de gestion de portefeuille d'entreprises d'investissement afin de limiter en principe les impacts de MIF II à la seule fourniture de services d'investissement (conseil, gestion sous mandat et réception-transmission d'ordres). Ce projet permettra par exemple aux sociétés de gestion de ne pas être soumises à l'obligation de déclaration des transactions.



MIF II sera complétée par des mesures dites « de niveau 2 », constituées d'actes délégués et de standards techniques (des *Regulatory Technical Standards* ou « RTS » ainsi que des *Implementing Technical Standards* ou « ITS ») qui préciseront les modalités d'application de MIF II. La Commission a adopté le 7 avril 2016 une directive déléguée complétant la directive MIFID II. Elle contient des dispositions relatives à la protection des investisseurs, notamment s'agissant de la protection des avoirs des clients, la gouvernance produit, et les avantages monétaires et non monétaires. Il s'agit de la première d'une série de mesures de niveau 2 sous MIFID II, qui seront successivement adoptées dans les trois prochains mois. L'AMF, par sa participation aux différents groupes de travail de l'ESMA, a travaillé, en 2015, à la rédaction de ces standards techniques.

Les projets de standards techniques ont fait l'objet de deux séries de consultations publiques, la première en mai 2014 et la seconde en décembre 2014 et février 2015. Transmis le 28 septembre 2015, ils sont à la date de rédaction du présent rapport, en cours d'examen au sein des services de la Commission européenne. En outre, des travaux de niveau 3, en particulier la préparation d'orientations (*Guidelines*) de l'ESMA et de questions-réponses, ont démarré en 2015 et se poursuivront en 2016 afin de clarifier certaines problématiques, notamment opérationnelles.

Parmi les 28 standards techniques transmis par l'ESMA à la Commission européenne, 3 ont fait l'objet de débats soutenus entre le Parlement européen, le Conseil, la Commission européenne, l'ESMA et l'industrie.

Ainsi, s'agissant du RTS 2 relatif aux exigences de transparence applicables aux plateformes de négociation et aux entreprises d'investissement pour les instruments autres que les actions (notamment les obligations et les dérivés), les discussions ont porté sur les critères de détermination de la liquidité pour les obligations. Le régime de transparence pre- et post-négociation de MIF II pour les instruments autres que les actions s'appuie, en effet, sur le concept de marché liquide : la classification d'un instrument comme liquide emporte application d'un régime de transparence plus strict que celui applicable aux instruments illiquides. Il appartient à l'ESMA de classer chaque instrument comme liquide ou illiquide selon des critères définis dans les textes de niveau 2.

Les RTS 20 et 21 organisent quant à eux les dispositions spécifiques applicables aux marchés de dérivés sur matières premières. Le RTS 20 précise les critères permettant d'établir si une activité doit être considérée comme accessoire par rapport à l'activité principale d'un groupe et, dès lors, non soumise à agrément. Le RTS 21 détaille la méthodologie de calcul des limites de position sur les dérivés de matières premières qui devra être appliquée de manière harmonisée par les régulateurs nationaux. Cette méthodologie doit en outre être suffisamment flexible pour être applicable de manière effective à la grande diversité des marchés de dérivés sur matières premières, par ailleurs peu fragmentés dans l'Union européenne.



Des mesures pour éviter les risques systémiques et les prises de risques excessives

A. LA MISE EN ŒUVRE D'EMIR

Les obligations imposées par le règlement EMIR, visant à rendre les marchés de produits dérivés plus sûrs et plus transparents, entrent en application selon un calendrier échelonné. Certaines obligations destinées à réduire les risques opérationnels et les risques de contrepartie pour les contrats dérivés non compensés sont applicables depuis 2013. Celles imposant à toute contrepartie à un contrat dérivé de déclarer les transactions effectuées auprès d'un référentiel central de données (en anglais, *Trade Repository*) agréé par l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) est entrée en application en 2014. Les obligations de compensation centrale et d'échange de collatéral pour les contrats non compensés centralement entreront quant à elles progressivement en application à compter de 2016.

Afin d'exercer leurs missions, les autorités compétentes ont accès aux données transmises par les contreparties aux référentiels centraux au titre de l'obligation de déclaration des transactions. Au cours de l'année 2015, l'AMF a continué à constater une qualité insuffisante des données déclarées qui ne lui permettait pas de mener à bien sa mission. Dans ce contexte, l'AMF, en collaboration avec les acteurs de marché et dans le cadre de groupes de travail au sein de l'ESMA, a examiné les mesures correctives à mettre en œuvre. Ces travaux ont conduit à affiner les règles relatives au contenu et au format des données qui sont envoyées aux référentiels centraux par les contreparties. En parallèle, dans un même objectif de fiabilisation des données, les normes techniques de réglementation sur les informations minimales à déclarer aux référentiels centraux seront revues en 2016, sur la base de la consultation menée en 2015 par l'ESMA. Des travaux internationaux sont également en

cours afin d'harmoniser les modalités de détermination des données afférentes aux transactions, au nombre desquelles l'identifiant du produit et de la transaction.

Par ailleurs, l'AMF a poursuivi l'accompagnement des différents acteurs de marché dans la mise en œuvre du règlement EMIR, lors d'échanges bilatéraux ou de réunions de place avec les associations professionnelles représentant les banques, sociétés de gestion et entreprises non financières. Dans la perspective de l'entrée en application prochaine de l'obligation de compensation centrale, l'AMF a encouragé les utilisateurs de produits dérivés concernés à prendre les dispositions nécessaires pour s'assurer d'avoir accès aux chambres de compensation correspondantes dans les délais requis.

En effet, le 1^{er} décembre 2015 a été publié au Journal officiel de l'Union européenne un règlement délégué qui définit la première catégorie de contrats faisant l'objet de l'obligation de compensation. Il s'agit des dérivés de taux suivants, libellés en euros, en livres sterling, en yens japonais et en dollars :

- les *swaps* de taux d'intérêt fixe contre variable ;
- les *swaps* de base ;
- les *Forward Rate Agreements* (FRA) ;
- les *swaps* indexés sur le taux à un jour.

Les maturités et taux de référence concernés sont précisés dans le règlement délégué, qui indique aussi le calendrier d'entrée en application de l'obligation, qui s'effectuera progressivement à partir du 21 juin 2016, selon le type d'intervenants et leur niveau d'activité.

L'ESMA a en outre publié deux projets de standards techniques proposant de rendre obligatoire la compensation centrale d'une part sur certains dérivés de taux

Comment sont définis les contrats dérivés de gré à gré soumis à l'obligation de compensation centrale ?

EMIR prévoit deux approches pour identifier les catégories de contrats dérivés concernées par l'obligation de compensation, qui doivent être suffisamment liquides et standardisées :

1. L'approche « *bottom-up* », selon laquelle la détermination des classes de produits dérivés de gré à gré qui devraient être soumises à l'obligation de compensation centrale s'effectue sur la base des classes de produits déjà compensées par des chambres de compensation autorisées ou reconnues au titre d'EMIR.
2. L'approche « *top-down* », selon laquelle l'ESMA, de sa propre initiative, identifie les catégories de produits dérivés qui devraient être soumises à l'obligation de compensation centrale mais pour lesquelles aucune contrepartie centrale n'a encore reçu d'agrément.

À la suite d'une consultation publique, l'ESMA rédige des standards techniques qu'elle soumet à la Commission européenne en vue de leur adoption. Ces standards doivent préciser :

- la catégorie de contrats dérivés de gré à gré soumis à l'obligation de compensation centrale ;
- le calendrier d'entrée en application de l'obligation de compensation et les catégories de contreparties auxquelles elle s'applique ;
- la durée résiduelle minimale des contrats soumis au *frontloading**.

La procédure régissant l'obligation de compensation a débuté au premier trimestre 2014, à la suite des premières autorisations accordées aux contreparties centrales. Depuis lors, l'ESMA a analysé plusieurs catégories de contrats dérivés de gré à gré sur les taux d'intérêt, le crédit, les actions et le change et a proposé que certaines d'entre elles soient soumises à l'obligation de compensation.

* Application de l'obligation de compensation centrale à des contrats conclus avant la date d'entrée en application de l'obligation de compensation.

d'intérêt libellés en devises polonaise, norvégienne et suédoise, considérés comme d'importance systémique tant à un niveau local qu'au niveau européen et d'autre part sur certains dérivés de crédit (CDS) sur indices.

En application du règlement EMIR, l'AMF participe à dix collèges de régulateurs de chambres de compensation européennes, outre celui de la chambre de compensation française, LCH.Clearnet SA, qu'elle supervise conjointement avec l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et la Banque de France. La plupart des autorisations au titre d'EMIR ayant été accordées en 2014, l'AMF a été amenée, en 2015, à analyser et à se prononcer au sein de ces collèges sur l'extension de ces autorisations, les modifications significatives du dispositif de gestion des risques ou la mise en place d'accords d'interopérabilité.

En sa qualité d'autorité de supervision, l'AMF a également été conduite à répondre à la consultation publique lancée à l'été par la Commission européenne

relative à la revue d'EMIR. L'AMF a tenu à inscrire sa réponse dans une double exigence de proportionnalité et de pragmatisme. Aussi a-t-elle formulé les propositions concrètes suivantes :

- exempter de déclaration des transactions intra-groupe les contreparties non financières sous les seuils de compensation ;
- permettre aux collèges de supervision des chambres de compensation (CCP) de débattre et voter sur une évaluation des risques de la CCP, afin de renforcer les collèges de supervision ;
- introduire de nouvelles exigences s'imposant aux adhérents compensateurs dans leur relation avec leurs clients, dans une optique de protection des clients ;
- supprimer le *frontloading* pour simplifier la mise en œuvre d'EMIR et donner une certitude juridique à l'entrée en vigueur de la compensation obligatoire
- restreindre et encadrer de manière très stricte les accords d'interopérabilité entre chambres de compensation (voire les interdire, en ce qui concerne les accords sur les dérivés de gré à gré).

B. LA MISE EN ŒUVRE DE LA DIRECTIVE OPCVM V

La directive 2014/91/UE, dite « directive OPCVM V », a été publiée au Journal officiel de l'Union européenne le 28 août 2014. Elle a pour objet d'amender la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009, dite « directive OPCVM IV ».

Le texte, qui n'a pas vocation à réformer en profondeur les dispositions de la directive OPCVM IV, concerne spécifiquement les fonctions du dépositaire en termes de missions et de responsabilité, les politiques de rémunération des sociétés de gestion de portefeuille et les sanctions qui leur sont applicables, dans l'objectif d'harmoniser les règles avec celles introduites par la directive sur les gestionnaires de fonds alternatifs (dite « directive AIFM »), entrée en application le 22 juillet 2013.

La directive OPCVM V devait être transposée en droit français avant le 18 mars 2016 et les nouvelles règles entrer immédiatement en application.

S'agissant des fonctions de dépositaire, la directive rehausse le régime applicable aux dépositaires d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) au même niveau que celui des dépositaires de fonds d'investissement alternatifs (FIA) et impose des protections supplémentaires pour le grand public. Dorénavant, seules certaines entités pourront être habilitées à agir en tant que dépositaires. Il s'agit des banques centrales nationales, des établissements de crédit et des autres entités juridiques soumises à une surveillance prudentielle et à des exigences de fonds propres et qui auront été agréées en vertu de la législation nationale des États membres.

Par ailleurs, le dépositaire, ou tout tiers auquel la fonction de conservation aura pu être déléguée, ne pourra pas réutiliser les actifs pour son compte propre. Il sera, enfin, tenu responsable en cas de perte d'un instrument financier détenu en conservation, responsabilité dont il ne pourra se décharger contractuellement à la différence du régime prévu par la directive AIFM.

Les missions et responsabilités des dépositaires d'OPCVM sont précisées dans un acte délégué (texte de niveau 2), publié le 17 décembre 2015 et encore soumis à l'approbation du Conseil et du Parlement européen, dont l'entrée en application ne devrait pas avoir lieu avant l'automne 2016. L'acte précise les dili-

gences à mener en cas d'utilisation d'un délégataire dans un pays-tiers. Il définit aussi la notion d'indépendance entre le dépositaire et la société de gestion.

Comme la directive AIFM, la directive OPCVM V régit les politiques de rémunération des sociétés de gestion de portefeuille, dans l'optique d'assurer une gestion saine des risques et de permettre un contrôle des comportements des membres du personnel en matière de prises de risques. C'est pourquoi elle impose aux sociétés de gestion de portefeuille d'OPCVM l'obligation de mettre en place des politiques et des pratiques de rémunération compatibles avec une gestion saine et efficace des risques, qui s'appliquent aux catégories de personnel dont les activités professionnelles ont une incidence substantielle sur le profil de risque des OPCVM gérés.

Le dispositif relatif aux politiques de rémunération reprend pour l'essentiel les dispositions de la directive AIFM et sera complété par des orientations de l'ESMA pour lesquelles celle-ci a procédé à une consultation publique du 23 juillet au 23 octobre 2015¹².

Dans l'optique de l'entrée en application des textes au 18 mars 2016, l'AMF a contribué activement aux côtés de la Direction générale du Trésor aux travaux de modifications du code monétaire et financier, afin d'assurer une transposition en droit français la plus littérale possible et d'éviter toute sur-transposition des dispositions de la directive, en cherchant une harmonisation maximale sur le droit européen.

L'AMF s'est également impliquée dans les travaux de l'ESMA en contribuant, aux côtés de ses homologues européens, à l'élaboration des textes dits de « niveau 3 » relatifs notamment à la politique de rémunération des gestionnaires d'OPCVM, dans le prolongement des travaux réalisés pour la directive AIFM.

Enfin l'AMF, soucieuse d'accompagner les acteurs dans la compréhension et dans l'application de ce nouveau régime, a souhaité répondre aux interrogations des acteurs et a élaboré un guide pratique à destination des sociétés de gestion, qui a été publié le 3 février 2016.

12. Consultation Paper : Guidelines on sound remuneration policies under the UCITS Directive », 2015/ESMA/1172

C. LA DIRECTIVE AIFM : VERS UNE EXTENSION MESURÉE DU MÉCANISME DE PASSEPORT À CERTAINS PAYS TIERS

La directive AIFM prévoit un mécanisme de passeport européen permettant la gestion et la commercialisation entre États membres de l'Union européenne des fonds d'investissement alternatifs (FIA) gérés par un gestionnaire européen agréé selon la directive. Elle impose à l'ESMA, un an après son entrée en vigueur (c'est-à-dire en juillet 2015), de remettre à la Commission européenne un avis sur le fonctionnement du passeport européen, ainsi qu'une recommandation sur l'opportunité d'une extension de ce passeport aux pays tiers.

Si la Commission européenne décidait d'étendre ce mécanisme de passeport AIFM à certains pays tiers sur le fondement d'une recommandation positive de l'ESMA, les gérants situés dans les juridictions non européennes visées pourraient alors gérer des FIA européens, et/ou commercialiser des FIA européens ou provenant de pays tiers au sein de l'Union européenne via la procédure de notification du passeport AIFM, sous réserve d'avoir été agréés auprès d'un État membre européen de référence.

Pour chaque passeport octroyé à un gestionnaire de pays tiers, la désignation de l'État membre de référence auprès duquel celui-ci devra se faire agréer obéit à des critères précisés dans la directive qui tiennent compte notamment de la stratégie de commercialisation des fonds. De même, l'agrément ne pourra être obtenu que si le gestionnaire de pays tiers satisfait l'ensemble des exigences prévues par la directive.

L'AMF, avec ses homologues, a activement contribué à l'analyse que l'ESMA a initiée en 2015, portant dans un premier temps sur les juridictions suivantes : Jersey, Guernesey, Singapour, Hong Kong, États-Unis, Suisse. En 2016, elle continuera à alimenter les travaux de l'ESMA, en analysant le droit applicable dans ces juridictions ainsi que dans d'autres. L'objet de ce travail réalisé par l'autorité européenne vise à définir un dispositif permettant de concilier notamment un niveau d'exigences réglementaires identique pour l'ensemble des acteurs intervenant dans l'Union, qu'ils soient européens ou non, et une protection efficace pour les investisseurs.

D. LES TRAVAUX INTERNATIONAUX SUR LE SHADOW BANKING

Dans son rapport publié en novembre 2015¹³, le Conseil de stabilité financière (*Financial Stability Board*, FSB) estimait, à fin 2014, le *shadow banking* mondial à 36 000 milliards de dollars selon la mesure dite « étroite »¹⁴. En France, le *shadow banking* demeure relativement limité dans la mesure où son poids est estimé à 1 600 milliards de dollars. Le terme « *shadow banking* » fait par ailleurs l'objet de débats, certains lui préférant une terminologie plus neutre telle que « intermédiation de crédit non bancaire » ou « financement par le marché ». Le développement du *shadow banking* (sous réserve qu'il fasse l'objet d'un suivi et d'une réglementation adaptés) n'est, en effet, pas nécessairement négatif dans la mesure où il consiste en une source alternative et complémentaire de financement au crédit bancaire.

Conformément à la définition mise au point par le FSB, le *shadow banking* constitue un système d'intermédiation de crédit impliquant des activités et des entités en dehors du système bancaire traditionnel qui réalisent néanmoins des fonctions de type bancaire (transformation de liquidité, de maturité ; recours à l'effet de levier ; transfert du risque de crédit ; etc.) et, de ce fait, induisent des risques potentiellement systémiques. *FSB, Shadow Banking : Strengthening Oversight and Regulation, octobre 2011.*

13. FSB, Global Shadow Banking Monitoring Report 2015, 12 novembre 2015. L'échantillon utilisé par le FSB regroupe les 26 juridictions suivantes : l'Afrique du Sud, l'Allemagne, l'Arabie Saoudite, l'Argentine, l'Australie, le Brésil, le Canada, le Chili, la Chine, la Corée, l'Espagne, les États-Unis, la France, Hong Kong, l'Inde, l'Indonésie, l'Irlande, l'Italie, le Japon, le Mexique, les Pays-Bas, le Royaume-Uni, la Russie, Singapour, la Suisse et la Turquie.

14. Le FSB distingue une mesure large (broad measure) d'une mesure étroite (narrow measure) du shadow banking. À la différence de la mesure large (plus inclusive), la mesure étroite consiste à exclure du périmètre du shadow banking, les fonds de pension et les assurances et les autres intermédiaires financiers qui ne sont pas impliqués dans une activité d'intermédiation de crédit.

L'AMF contribue activement aux travaux entrepris par le Conseil de stabilité financière (FSB) pour encadrer et limiter les risques, potentiellement systémiques, associés au *shadow banking*.

En ligne avec la définition proposée par le FSB, le *shadow banking* français est constitué pour l'essentiel de fonds d'investissement (87 %) et de véhicules de titrisation¹⁵ (11 %). Parmi les fonds d'investissement, conformément à l'approche retenue par le FSB, les fonds actions et les fonds de type capital-risque n'ont pas été retenus dans le périmètre des entités relevant du *shadow banking* qui se limite aux fonds monétaires, aux fonds obligataires, aux fonds diversifiés et aux *hedge funds* au motif que ces fonds sont exposés à des risques de rachats massifs de nature potentiellement systémique.

Les fonds monétaires à valeur liquidative constante*, dont la valorisation affiche une valeur stable, ont démontré leur vulnérabilité pendant la crise de 2008. Ce type de fonds monétaires recourt à une technique comptable dont l'une des conséquences est de véhiculer auprès des investisseurs une perception de stabilité. En effet, compte tenu de l'affichage artificiel de leur valeur en temps réel, les investisseurs peuvent considérer, à tort, ce type de fonds monétaires comme des investissements sans risque, et équivalents aux dépôts bancaires.

* CNAV pour *Constant Net Asset Value*.

Le *shadow banking* en France est largement régulé : la quasi-totalité des entités qui le composent étant soumises à la supervision de l'AMF s'agissant du secteur de la gestion d'actifs et des véhicules de titrisation non dédiés. Il fait par ailleurs l'objet d'un suivi régulier, notamment dans le cadre des travaux du Haut conseil de stabilité financière (HCSF)¹⁶ et de la cartographie des risques¹⁷ de l'AMF.

1. Un cadre réglementaire européen pour les fonds monétaires

Tenant compte des recommandations de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) et du Conseil européen du risque systémique¹⁸, la Commission européenne avait publié en septembre 2013 une proposition de règlement proposant de renforcer le cadre réglementaire applicable à l'ensemble des fonds monétaires européens grâce à un certain nombre de mesures relatives aux actifs éligibles, aux règles d'investissement et de transparence, à la gestion de la liquidité, ainsi qu'aux règles de valorisation.

Après de longs mois de négociation, le Parlement européen a adopté en avril 2015 une proposition de règlement révisé sur la base de la proposition initiale faite par la Commission européenne. Parmi d'autres mesures, et dans le contexte de la réforme réglementaire sur les fonds monétaires menée par l'autorité américaine en juillet 2014 (réforme de la *Securities and Exchange Commission*), le Parlement européen a proposé de limiter l'utilisation du modèle des fonds CNAV aux seuls fonds investis majoritairement dans de la dette publique européenne et/ou ceux destinés uniquement aux investisseurs non professionnels (organisations caritatives, organisations sans but lucratif, administrations publiques, fondations publiques). Cherchant à trouver un compromis au sein de l'Union européenne lui permettant d'aboutir à une réforme, le Parlement européen propose d'instaurer un nouveau type de fonds monétaire hybride désigné comme « fonds monétaire à faible volatilité ».

15. Hors véhicules de titrisation dédiés à la création d'un collatéral éligible au système de refinancement de la Banque centrale européenne.

16. Rapport annuel 2015 du HCSF, Chapitre 3, D. État des lieux du système financier parallèle en France.

17. AMF, Cartographie 2015 des risques et tendances sur les marchés financiers et pour l'épargne, juillet 2015.

18. Voir Rapport annuel AMF 2014, page 31.

Le Conseil de l'Union européenne doit désormais se prononcer sur ce projet, dans un contexte où les positions exprimées par les États membres divergent. Les divergences d'approche exprimées au niveau européen concernent principalement la diversité de l'offre existant dans les différents pays producteurs de fonds monétaires et les implications que ledit règlement pourrait avoir en matière de financement des entreprises et des banques.

En effet, les fonds monétaires jouent un rôle majeur en matière de financement à court terme des acteurs bancaires et des entreprises de la zone euro. Ils constituent par ailleurs une part importante dans la gestion d'actifs française. Par ailleurs, le modèle de fonds CNAV s'est essentiellement développé dans trois pays de la zone, alors que les autres, soit l'interdisent, soit ont privilégié le modèle des fonds monétaires dont la valeur liquidative fluctue conformément aux variations de marché, comme cela est le cas pour tous les autres fonds de l'univers de la gestion d'actifs.

Les autorités françaises s'efforcent, comme elles l'ont fait jusqu'alors dans les différentes phases de négociation de ce texte, d'obtenir un compromis équilibré, prenant en compte les recommandations internationales qui reflètent les exigences de stabilité financière, en durcissant le cadre applicable aux fonds monétaires et en particulier aux fonds CNAV, tout en préservant le rôle essentiel de ces véhicules dans le financement court terme.

2. Le règlement sur les opérations de financement sur titres (SFTR)

Le règlement européen relatif à la transparence des opérations de financement sur titres et de la réutilisation¹⁹ (règlement SFTR) a été publié le 23 décembre 2015. Il a pour objectif de renforcer la transparence sur les opérations de financement sur titres²⁰ et sur la réutilisation des instruments financiers reçus à titre de garantie en permettant le suivi par les régulateurs

nationaux de l'accumulation et de la propagation des risques liés à ces opérations et la bonne information des investisseurs.

Le règlement introduit trois types d'exigences nouvelles, qui concernent les acteurs de la gestion :

- une obligation de déclaration pour les contreparties financières et non financières à des opérations de financement sur titres auprès de référentiels centraux de données ;
- une obligation de transparence applicable aux sociétés de gestion d'OPCVM et de FIA vis-à-vis des investisseurs sur l'utilisation qu'ils font des opérations de financement sur titres et des contrats d'échange sur rendement global (*total return swap*) dans les rapports périodiques et dans les prospectus des OPCVM et FIA. Le règlement SFTR détaille les informations qui doivent y être mentionnées ;
- un encadrement de la réutilisation des instruments financiers reçus en vertu d'un contrat de garantie (*collateral*).

Ces trois obligations nouvelles n'entrent pas toutes en application simultanément. L'entrée en application de l'obligation de déclaration auprès des référentiels centraux sera progressive (elle s'étalera entre 12 et 21 mois après la publication des standards techniques de l'ESMA) et en fonction du type de contrepartie. L'obligation de transparence à l'égard des investisseurs dans les rapports périodiques des OPCVM et des FIA entrera en application à partir du 13 juillet 2017. En revanche, l'obligation de transparence dans les prospectus des OPCVM et des FIA s'applique depuis le 12 janvier 2016 pour ceux constitués à partir de cette date et s'appliquera à partir du 13 juillet 2017 pour ceux constitués avant le 12 janvier 2016. Les dispositions relatives à la réutilisation des instruments financiers reçus en *collateral* s'appliqueront à partir du 13 juillet 2016.

19. Règlement (UE) 2015/2365 du Parlement européen et du Conseil, du 25 novembre 2015, relatif à la transparence des opérations de financement sur titres et de la réutilisation et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012.

20. À savoir des opérations de pension, de prêt ou d'emprunt de titres, d'achat-revente ou de vente-rachat de titres ou de prêts avec appel de marges.

Des investisseurs mieux informés sur les produits vendus

A. UN DOCUMENT D'INFORMATION CLÉ POUR LES INVESTISSEURS DE DÉTAIL (PRIIPS)

Le règlement européen relatif au document d'information clé concernant les produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance dit « règlement PRIIPS » a été publié le 9 décembre 2014. Il entrera en vigueur le 1^{er} janvier 2017. Il définit l'information pré-contractuelle standardisée à remettre au consommateur avant la souscription d'un produit d'investissement. Son objectif est de permettre aux investisseurs de détail de pouvoir comparer facilement, avant la matérialisation de la transaction, les différents types de produits d'investissement qui leur sont proposés et d'en comprendre les principales caractéristiques avant d'investir. Pour répondre au double objectif de simplicité de présentation de l'information et de niveau suffisant de transparence, le règlement met en place un document d'information clé pour les investisseurs (« DICI PRIIPS ») à l'instar de celui créé et exigé par la directive OPCVM IV.

Le règlement PRIIPS couvre les produits d'investissement dès lors que leur performance dépend, directement ou indirectement, partiellement ou totalement, des fluctuations du marché. Ainsi, les fonds d'investissement (OPCVM et FIA), produits dérivés, obligations structurées, dépôts structurés et contrats d'assurance vie en unités de compte ou instruments financiers sont visés par ce règlement à dimension transversale.

Les informations fournies par le producteur doivent être exactes, équitables, claires et non trompeuses. Le document doit également être distinct des documents commerciaux et rédigé dans un langage non technique. Les informations requises englobent un avertissement précisant la nature de ce document, la catégorie du produit, le nom et les coordonnées du producteur, ainsi qu'une description de la stratégie du produit et du marché ciblé. Par ailleurs, le DICI PRIIPS doit présenter les risques, rendements et coûts estimés liés à l'investissement.

La recherche d'une solution adaptée à la compréhension des investisseurs et la comparabilité des produits

Dans le cadre de leur comité joint, les trois autorités européennes de supervision (EBA, EIOPA, ESMA) ont été chargées d'élaborer un projet d'avis technique de ce règlement et de proposer un modèle de document clé d'information avant le 31 mars 2016. La Commission européenne devrait finaliser les actes délégués d'ici la fin du mois de juin de la même année. Les travaux des autorités européennes ont en particulier porté sur la définition, le calcul et la présentation des risques, des rendements et des coûts des produits visés.

L'AMF a activement contribué à la préparation de cet avis technique, en ayant pour principal objectif de permettre à chaque investisseur d'être le mieux informé et de disposer d'informations claires et suffisamment précises lui permettant de comprendre les mécanismes de fonctionnement des différents types de produits pouvant lui être proposés. Elle s'est ainsi particulièrement mobilisée pour que les travaux menés au niveau européen se concentrent sur la recherche d'une règle commune permettant la meilleure comparabilité des différents produits de l'univers PRIIPS, tant sur leur niveau risque que sur le coût pour l'investisseur.

Grâce au document clé d'information, les investisseurs pourront se faire une idée du risque global d'un produit d'investissement donné. Un indicateur de risque, accompagné de trois scénarios de performance, offrira à l'investisseur les informations nécessaires pour comprendre le fonctionnement et la dynamique de rendement d'un produit donné sur une période pertinente et correspondant à la durée de détention recommandée.

L'AMF a également fait en sorte que, dans le projet de standards techniques, l'ensemble des coûts soient intégrés au sein d'un indicateur unique détaillant les différents types de coûts supportés par un produit d'investissement (coûts uniques d'entrée et de sortie,



XAVIER PARAIN
Secrétaire général adjoint,
Direction de gestion d'actifs

“ Les fonds d'investissement socialement responsable (ISR) représentent aujourd'hui une part importante de la gestion d'actifs en France (16,5 %). Mais cet univers, qui n'est pas normé, recouvre des philosophies différentes et l'investisseur ne dispose pas toujours d'une information suffisante pour lui permettre de comprendre ce que recouvre le qualificatif ISR. C'est pourquoi, après un état des lieux des pratiques, nous avons ajusté notre doctrine. Notre ambition : renforcer l'information à inclure dans la documentation commerciale des fonds, sa clarté et sa fiabilité. ”

coûts récurrents incluant les coûts de transactions et coûts additionnels). Présentés sur différentes périodes de détention, les investisseurs devraient mieux comprendre les différences entre les coûts récurrents incompressibles et ceux, variables et parfois optionnels, qui dépendent de la nature et de la dynamique des produits.

B. L'ISR : UN ÉTAT DES LIEUX DES PRATIQUES PAR L'AMF

L'investissement socialement responsable (ISR) n'est aujourd'hui pas strictement normé et recouvre des philosophies et des approches diverses selon les pays et les sociétés de gestion. En l'absence de cadre réglementaire *ad hoc* ou de norme définissant l'ISR, il n'appartient pas à l'AMF de se prononcer sur le caractère responsable ou non d'un investissement. En revanche, le régulateur a pour mission de s'assurer que l'information délivrée aux investisseurs est claire, exacte et non trompeuse. C'est dans cet esprit que l'AMF a mené une étude sur l'investissement socialement responsable dans la gestion collective en France.

Dans son rapport publié le 26 novembre 2015, l'AMF a réalisé un état des lieux des pratiques dans lequel elle constate que, malgré une qualité indéniable et des efforts importants de la part des sociétés de gestion françaises, l'investisseur ne disposait pas toujours

d'une information suffisante pour lui permettre de comprendre ce que signifie le qualificatif ISR désignant le produit. En effet, si l'appartenance des fonds concernés au champ de l'ISR est en général mise en avant, le manque d'information sur la nature des critères extra-financiers ou dans l'explication de la mise en œuvre du principe ISR est récurrent.

Quelques constats :

- dans 18 % des cas, le fonds mentionne l'existence d'une politique d'investissement responsable mais la documentation légale ne donne aucune information sur la nature des critères extra-financiers retenus ;
- dans 40 % des cas, le fonds mentionne l'existence d'une politique d'investissement responsable et la documentation légale délivre bien une information sur la nature des critères extra-financiers retenus, mais cette information est très peu détaillée ;
- dans 13 % des cas, l'information sur la nature des critères extra-financiers est bien détaillée mais l'approche retenue n'est pas définie ;
- enfin, dans quelques cas rares, le fonds est référencé comme appartenant à la gamme responsable ou assimilée du producteur mais sa documentation réglementaire ne comporte aucune mention relative à cette caractéristique.

Dans ce contexte, l'AMF a proposé des pistes de réflexion et ajusté sa doctrine afin de renforcer l'information à inclure dans la documentation commerciale et légale des organismes de placement collectif et la

cohérence, l'accessibilité, la fiabilité et la clarté de l'ensemble de l'information mise à la disposition des investisseurs.

C. LES MANDATS DE GESTION : L'AMF A RENFORCÉ SA DOCTRINE

L'AMF s'est également intéressée à la protection des clients non professionnels qui souscrivent un mandat de gestion. En juillet 2015, l'AMF a renforcé sa doctrine sur le sujet²¹.

Elle a ainsi recommandé :

- la présentation, préalablement à la signature du mandat, du profil rendement/ risque sous la forme d'un indicateur synthétique allant de 1 à 7 ;
- le renforcement de la lisibilité du profil de risque. L'AMF considère que l'utilisation de la dénomination « profil prudent » n'est pas adaptée à un portefeuille exposant plus de 30 % de son actif net à des titres risqués, par exemple, de type actions ou obligations spéculatives ;
- l'amélioration de la compréhension des performances en introduisant, par exemple, une comparaison systématique de la performance du mandat avec l'indicateur de référence ;
- l'encadrement des commissions de surperformance, en veillant à ce qu'elles respectent un certain nombre de conditions. En effet, elles doivent notamment être compatibles avec l'objectif de gestion et le profil de risque du mandat, être prélevées à fréquence raisonnable ou encore faire l'objet d'une information à l'égard du mandant.

Autant de principes déjà appliqués dans le cadre de la gestion collective.

L'AMF a également fait des recommandations sur le contenu du relevé périodique des activités de gestion.

Par ailleurs, ayant fait le constat, sur l'année 2014, d'une augmentation des offres de mandats de gestion investis en titres non cotés, l'AMF a revu sa doctrine pour les encadrer en vue d'une plus grande transparence à l'égard des investisseurs non professionnels. Les préconisations de l'AMF portent sur :

- les frais prélevés par le mandataire aux sociétés cibles sont considérés comme des frais indirects à la charge du mandant. Dans le cas où le mandataire est susceptible de prélever des frais sur ces sociétés, le taux de frais indirects supportés par le mandant ne peut donc être affiché à 0 % dans le mandat ;
- les situations de conflits d'intérêts ;
- la valorisation des instruments financiers détenus ;
- l'information du mandant sur les conséquences de l'investissement dans des actions de préférence.

D. L'INFORMATION SUR LES MÉDIAS SOCIAUX

Les sociétés de gestion de portefeuille, les émetteurs de titres de créance et les distributeurs de produits financiers doivent avoir, lorsqu'ils s'adressent à des investisseurs, un discours clair, exact et qui présente de manière équilibrée les avantages et les risques de ces produits. Or, le développement des médias sociaux a profondément modifié les pratiques commerciales et publicitaires, en plaçant l'interactivité et la réactivité au cœur de la relation commerciale. Le recours à des vidéos ou à des tweets est ainsi de plus en plus fréquent.

Dans le même temps, certains médias sociaux imposent une contrainte de taille des messages, limitant la place réservée aux avertissements. L'AMF a constaté que de nombreux acteurs ont ouvert, ces deux dernières années, une page à leur nom sur ces réseaux. Elle a donc souhaité rappeler que les règles encadrant la communication commerciale s'appliquent indépendamment du vecteur de diffusion retenu. Elles concernent donc aussi bien les médias traditionnels que les nouveaux médias, tels que les médias sociaux. Toutefois, l'AMF a estimé que, confrontés à certaines spécificités de ces réseaux (archivage des messages par exemple), les acteurs pouvaient avoir besoin que le régulateur clarifie certaines de ses dispositions. Elle a donc lancé, le 5 octobre 2015, une consultation publique auprès de l'ensemble des personnes susceptibles d'être concernées par le sujet. Celle-ci avait vocation à présenter les pistes de réflexion de l'AMF sur le sujet et recueillir des commentaires sur cinq thèmes couvrant, par exemple l'organisation interne, la responsabilité des acteurs ou la publication d'avis sur les médias sociaux. Par ailleurs, conformément à son objectif de protection de l'épargnant, l'AMF a renforcé son suivi sur ces médias, en adoptant des outils permettant notamment une meilleure automatisation du suivi des publications sur les médias sociaux.

21. Position-recommandation DOC-2007-21 sur les obligations professionnelles à l'égard des clients non professionnels en matière de gestion de portefeuille pour le compte de tiers.

L'information des investisseurs institutionnels sur les critères sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance pris en compte dans leur politique d'investissement

La loi de transition énergétique complète le reporting des investisseurs* institutionnels (dont celui des SICAV) sur les modalités de prise en compte dans leur politique d'investissement des critères relatifs au respect d'objectifs sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance. Un nouvel article D. 533-16-1 du même code définit une présentation-type de ces informations et précise celles pouvant être données sur les aspects climatiques. Ces dispositions sont applicables dès les exercices clos au 31 décembre 2016.

* Article L. 533-22-1 du code monétaire et financier.



Des investisseurs mieux informés sur les sociétés cotées

A. L'ENTRÉE EN APPLICATION DE LA DIRECTIVE TRANSPARENCE RÉVISÉE

Conformément au calendrier européen, la France devait transposer en droit national les dispositions de la directive Transparence révisée²² avant le 26 novembre 2015. Dans cette perspective, l'AMF a mené deux consultations publiques pour modifier en conséquence son règlement général.

22. Directive 2013/50/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2013 modifiant la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé, la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et la directive 2007/14/CE de la Commission portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la directive 2004/109/CE.

Une première série de dispositions est entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2015²³; elles concernaient notamment :

- l'augmentation de 5 à 10 ans de la durée d'archivage des rapports financiers annuels et semestriels ;
- la suppression de l'obligation de produire une information financière trimestrielle ; et
- l'extension de 2 à 3 mois du délai de publication des rapports financiers semestriels des émetteurs cotés sur un marché réglementé.

Dans un premier temps, en juin 2015, l'AMF a mené une consultation publique avant de modifier son règlement général en septembre 2015 sur les principaux points suivants :

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

- l'actualisation de la liste des informations considérées comme réglementées ;
- la suppression des mentions relatives à l'information financière trimestrielle ;
- la révision de la définition de l'État membre d'origine.

Dans un deuxième temps, en parallèle de la modification des dispositions législatives²⁴ sur les franchissements de seuils et les sanctions applicables en cas de non-respect de cette réglementation, l'AMF a concentré son travail d'adaptation du règlement général lors d'une seconde consultation publique qui portait notamment sur les nouvelles dispositions relatives aux franchissements de seuils prenant en compte les normes techniques de réglementation de l'ESMA et la liste d'instruments financiers publiée par l'ESMA. Celles-ci couvraient notamment :

- l'extension du champ d'assimilation des produits dérivés portant sur des actions émises et dont l'effet économique est similaire à la possession d'actions aux instruments à dénouement physique (article 223-11, III) ;
- la restriction du champ d'application de l'exemption de *trading* qui permet de ne pas tenir compte des actions détenues au sein d'un portefeuille de *trading* dans la limite d'un seuil de 5 % (désormais seront prises en compte pour le calcul de ce seuil les actions et les droits de vote détenus au titre des articles L. 233-7 (détention en « dur ») et L. 233-9 (détention par « assimilation ») du code de commerce) ;
- le calcul du *delta* qui doit être effectué sur la base d'un modèle d'évaluation standard couramment utilisé dans le secteur financier et suffisamment robuste pour tenir compte des éléments pertinents pour l'évaluation tels que le taux d'intérêt, l'échéance, la volatilité, etc. (le modèle utilisé doit notamment prendre en compte le risque et la complexité de chaque instrument financier et les services informatiques utilisés pour le calcul du *delta* doivent permettre d'assurer la cohérence et l'exactitude du modèle tout en permettant le respect du délai de déclaration des franchissements de seuil) ;
- le calcul du nombre d'actions et de droits de vote à prendre en compte en cas de détention d'instruments financiers émis en référence à un panier d'actions ou à un indice boursier qui doit être effectué sur la base de l'importance relative de l'action dans ledit panier ou indice, c'est-à-dire dès lors que les actions du panier représentent 1 % ou plus d'une même classe d'actions émise par un émetteur ou qu'elles représentent 20 % ou plus de la valeur totale des titres du panier ou de l'indice boursier ; et
- l'introduction de nouveaux instruments financiers (au sens du droit européen) au sein de la liste indicative des instruments financiers listés à l'article 223-11 II du règlement général à la suite de la publication par l'ESMA d'une nouvelle liste indicative d'instruments financiers (cette liste comprend notamment les *warrants*, la mise en pension de titres, les accords de cession temporaire de titres, etc.).

D'autres sujets divers ont également été soumis à consultation tels que :

- la suppression de l'information financière pro forma ;
- l'intégration du choix de l'État membre d'origine dans le champ d'application de l'information réglementée ;
- la souplesse accordée concernant le choix de la langue de l'information réglementée : les sociétés cotées ayant l'AMF comme autorité compétente pour le contrôle de leur information périodique ont désormais le choix de publier cette information soit en français, soit dans une langue usuelle en matière financière.

Enfin, certaines mesures d'application de la directive Transparence révisée sont encore en cours de discussion au niveau européen et n'entreront en vigueur que plus tard. Il en est ainsi de la mise en place d'un mécanisme d'archivage au niveau européen (2018) et d'un format unique de publication des rapports financiers annuels (2020).

B. LA LISIBILITÉ DE L'INFORMATION : UN ENJEU MAJEUR POUR L'AMF

L'AMF considère que la simplification et l'amélioration de la lisibilité de l'information constituent un enjeu majeur pour les acteurs. Elle s'est mobilisée en ce sens en 2015 et a publié plusieurs documents de doctrine à destination des émetteurs.

24. Ordonnance n° 2015-1576 du 3 décembre 2015 portant transposition de la directive 2013/50/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2013 modifiant la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé.



1. Un guide sur la pertinence, la cohérence et la lisibilité des états financiers

En juin, l'AMF a publié un guide sur la pertinence, la cohérence et la lisibilité des états financiers dont l'objectif est d'accompagner les entreprises dans l'élaboration de leurs états financiers. À ce titre, il contient plusieurs pistes de réflexion organisées autour de trois axes :

- rendre l'information présentée plus pertinente en fournissant des informations plus détaillées et spécifiques au titre des éléments les plus sensibles et les plus importants et en faisant disparaître, le cas échéant, l'information relative à des sujets non significatifs ;
- améliorer la cohérence de l'information présentée avec celle qui est communiquée au marché afin d'harmoniser les sujets mis en avant dans les présentations aux analystes et les communiqués de presse avec ceux présentés dans les comptes ;
- rendre l'information plus lisible par la réorganisation de la structure des notes annexes et l'utilisation de certains principes utilisés en communication financière.

Chacune de ces pistes s'appuie sur des exemples concrets extraits d'états financiers de sociétés françaises ou européennes qui ont pour vocation de montrer la variété des solutions qui peuvent être envisagées. Le guide a également pour objectif de servir de source d'inspiration aux sociétés souhaitant développer des réponses adaptées à leurs spécificités.

2. Une position sur l'utilisation des indicateurs alternatifs de performance²⁵

Les indicateurs alternatifs de performance (*Alternative Performance Measures*) sont les indicateurs financiers utilisés par les sociétés cotées pour communiquer mais qui ne sont ni définis par les normes IFRS, ni présentés dans les comptes. Il s'agit par exemple, du résultat retraité, du *free cash-flow*, ou encore de la dette nette. Ils sont également communément appelés des « *Non GAAP measures* », ou des « indicateurs *ad hoc* ».

Du fait de la publication par l'ESMA d'une orientation sur le sujet, applicable à compter de juillet 2016, l'AMF a mis à jour sa position afin d'être en conformité avec l'ESMA.

L'AMF rappelle qu'il convient de définir les indicateurs utilisés, justifier leur pertinence, présenter une réconciliation avec les comptes, présenter un comparatif, avoir des indicateurs stables ou justifier leur modification.

Par ailleurs, elle apporte aussi quelques modifications :

- de périmètre, avec l'ajout des prospectus dans son champ d'application ;
- de contenu, avec, notamment, la mention explicite que ces indicateurs ne peuvent être présentés avec plus de prééminence que les éléments issus des états financiers.

25. Position 2015-DOC-12 applicable à compter du 3 juillet 2016.

La transparence sur les sujets environnementaux

La loi de transition énergétique soumet les sociétés cotées sur un marché réglementé, ainsi que les grandes sociétés, à de nouvelles obligations d'information en matière environnementale dans le rapport de gestion et dans le rapport du président. Ces dispositions seront applicables dès les exercices clos au 31 décembre 2016.

Ces informations portent, dans le rapport de gestion, sur les engagements en faveur du développement durable et de l'économie circulaire, sur les conséquences sur le changement climatique de l'activité des sociétés et de l'usage des biens et services qu'elles produisent et, dans le rapport du président, sur les risques financiers liés aux effets du changement climatique et les mesures que prend l'entreprise pour les réduire en mettant en œuvre une stratégie bas carbone.

3. La simplification de la doctrine de l'AMF sur la communication des sociétés cotées à l'occasion de la publication de leurs résultats

L'AMF a profité de travaux de l'ESMA sur les indicateurs de performance pour simplifier et améliorer la lisibilité de sa doctrine sur les communiqués de résultats. L'AMF regroupe ainsi, au sein d'une seule nouvelle recommandation (DOC-2015-11), les recommandations antérieurement publiées sur ce sujet qui sont désormais annulées :

- la recommandation AMF DOC-2010-17 du 5 février 2010 relative à la communication financière des sociétés cotées à l'occasion de la publication de leurs résultats ;
- la recommandation AMF DOC-2011-18 du 20 décembre 2011 relative aux éléments de communication financière dans le cadre de la présentation au marché des résultats.

4. Une réflexion sur le rapport des présidents

Toujours dans un souci de simplification et de lisibilité, l'AMF a lancé une réflexion sur l'évolution du rapport du président sur les procédures de contrôle interne et la gestion des risques. Un groupe de travail, confié à la présidence de J.-C. Hanus a été constitué et une consultation publique sur le même sujet a été lancée.

À la suite des travaux de ce groupe et de cette consultation, l'AMF a proposé les modifications d'ordre législatif suivantes :

- supprimer la partie du rapport du président comprenant les informations relatives aux procédures de contrôle interne et de gestion des risques et les intégrer dans le rapport de gestion ou le rapport du conseil de surveillance ;
- supprimer le rapport distinct des commissaires aux comptes sur ce sujet, mais insérer un paragraphe *ad hoc* dans le rapport d'audit ;
- supprimer la partie du rapport du président comprenant les informations relatives à la gouvernance et à la politique de rémunération et les insérer dans le rapport de gestion ou le rapport du conseil de surveillance.

C. UNE GOUVERNANCE AMÉLIORÉE

1. La révision de la directive Droits des actionnaires

Texte important compte tenu de son impact potentiel pour de nombreux acteurs et sur l'implication des actionnaires dans les grandes orientations des sociétés, la proposition de révision de la directive sur les droits des actionnaires, publiée le 9 avril 2014 par la Commission européenne, aborde cinq thèmes²⁶ :

- l'identification des actionnaires pour un exercice plus aisé de leurs droits ;
- la transparence de l'implication des gestionnaires d'actifs et investisseurs institutionnels, par la publication de leur politique d'engagement et de vote ;
- la transparence des agences de conseil en vote, notamment sur leur méthodologie et la prévention des conflits d'intérêts ;

26. Voir Rapport annuel de l'AMF 2014, page 77.

- un « *say on pay* » à l'échelle européenne, prévoyant un vote des actionnaires sur la politique de rémunération et les rémunérations individuelles annuellement octroyées ;
- un régime harmonisé de contrôle des transactions significatives avec les parties liées.

Le Conseil a adopté un compromis, le 25 mars 2015, et le Parlement européen sa position en première lecture, le 8 juillet. Si les députés européens ont retenu un certain nombre d'amendements sur les thèmes précités, parfois dans un sens plus strict, ils ont surtout introduit des mesures tendant à une plus grande transparence des sociétés cotées en matière fiscale. Ce dispositif prévoit ainsi que les grandes entreprises et entités d'intérêt public publient en annexe de leurs comptes annuels des informations, par État membre et par pays tiers, sur la valeur des actifs, les achats et ventes, les profits ou pertes, les impôts acquittés, les rescrits fiscaux accordés et les subventions publiques reçues.

Les approches des co-législateurs doivent être réconciliées et des réunions techniques dans le cadre des trilogues ont débuté mi-novembre 2015, mais le rythme des négociations s'est trouvé ralenti par les débats entourant ce « *reporting fiscal pays par pays* ».

2. De nouvelles pistes pour faire évoluer le code AFEP-MEDEF

De son côté, l'AMF, comme chaque année, a publié un rapport sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants de sociétés cotées qui a été l'occasion, une nouvelle fois, de constater les progrès effectués par les entreprises.

L'AMF a passé en revue les pratiques de 60 sociétés cotées se référant au code AFEP-MEDEF ainsi qu'un échantillon de 40 sociétés ne se référant à aucun code.

Outre un suivi statistique et de conformité sur certaines thématiques traditionnelles du rapport, le régulateur a cette année concentré son analyse sur quelques sujets parmi lesquels :

- des cas particuliers de départ de dirigeants ;
- les rémunérations variables annuelles et pluriannuelles ;
- l'évaluation des conseils ;
- l'indépendance du président du conseil ;
- les relations d'affaires et l'indépendance des administrateurs.

Ce travail a conduit l'AMF à émettre de nouvelles pistes de réflexion à destination des associations professionnelles afin que le code AFEP-MEDEF soit précisé sur les sommes et avantages pouvant être versés à l'occasion du départ du dirigeant d'une société cotée et ce en cohérence avec le plafond existant des deux ans de rémunération (précision sur les modalités de calcul du plafond et la manière de valoriser les sommes versées en titres).

L'AMF a également souhaité un meilleur encadrement par le code AFEP-MEDEF des rémunérations exceptionnelles et la soumission des rémunérations variables pluriannuelles à des critères exigeants observés sur plusieurs années. Par ailleurs, l'AMF a indiqué qu'elle ne considérerait pas qu'un président du conseil qui perçoit une rémunération variable puisse être qualifié d'indépendant. Elle a invité en conséquence les associations professionnelles à une évolution du code sur ce sujet.

Afin d'améliorer la lisibilité des informations pour les actionnaires, l'AMF a recommandé aux entreprises de publier, par voie de communiqué de presse, les éléments d'information sur les rémunérations versées aux mandataires sociaux à l'occasion du départ d'un dirigeant.

S'agissant de l'indépendance des administrateurs, l'AMF a recommandé aux sociétés de ne pas apprécier le caractère significatif des relations d'affaires uniquement à l'aune de critères quantitatifs et de réaliser une analyse qualitative selon des paramètres permettant de considérer qu'une telle relation est non significative et exempte de conflit d'intérêts (tels que et sans que cela soit limitatif, la durée, l'importance ou l'intensité et l'organisation de la relation d'affaires).

Enfin, et pour la première fois, l'AMF a passé en revue les pratiques de 40 sociétés ne se référant à aucun code. Cette étude a conduit l'AMF à formuler une recommandation sur les informations que devraient *a minima* publier les sociétés ne se référant pas à un code de gouvernance ou ne s'y référant que partiellement.



3. L'AMF prend position sur les cessions et acquisitions d'actifs significatifs

Pour renforcer l'encadrement des opérations de cessions et d'acquisitions d'actifs significatifs après une année 2014 très spécifique²⁷, l'AMF a recommandé²⁸ aux sociétés cotées de consulter leurs actionnaires préalablement à la cession, en une ou plusieurs opérations, de la majorité de leurs actifs, en considérant que ce seuil est atteint si au moins deux des cinq ratios suivants atteignent 50 % en moyenne sur les deux derniers exercices :

- le chiffre d'affaires réalisé par le ou les actifs ou activités cédés rapporté au chiffre d'affaires consolidé ;
- le prix de cession du ou des actifs rapporté à la capitalisation boursière du groupe ;
- la valeur nette du ou des actifs cédés rapportée au total de bilan consolidé ;
- le résultat courant avant impôts généré par les actifs ou activités cédés rapporté au résultat courant consolidé avant impôts ;
- les effectifs salariés de l'activité cédée rapportés aux effectifs mondiaux du groupe.

En outre, l'AMF a intégré dans sa doctrine des mesures visant à renforcer l'information du marché sur les circonstances et les motifs ayant conduit la société à décider de telles opérations. Il s'agit également de promouvoir de bonnes pratiques contribuant à démontrer que l'opération est bien conforme à l'intérêt de la société, telles que la mise en place d'un comité ad hoc d'administrateurs indépendants, la sollicitation d'avis externes sur l'intérêt de l'opération, etc. Ces dernières dispositions sont étendues aux opérations d'acquisition significative, également susceptibles de modifier substantiellement le profil d'une société.

Une nouvelle version du code AFEP-MEDEF a été publiée le 12 novembre 2015 et introduit le principe d'une consultation de l'assemblée des actionnaires en cas de cession portant sur la moitié au moins des actifs de la société.

27. Voir Rapport annuel de l'AMF 2014, page 76.

28. Position-recommandation 2015-D0C-05 sur les cessions et acquisitions d'actifs significatifs.



Des investisseurs mieux protégés

LA DIRECTIVE MÉDIATION²⁹

La directive 2013/11/UE du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 relative au règlement extrajudiciaire des litiges a été publiée au Journal officiel de l'Union européenne le 18 juin 2013. Elle traite de la médiation dans les secteurs de la consommation.

L'ordonnance³⁰ visant sa transposition, publiée au *Journal officiel* le 21 août 2015, modifie le code de la consommation et le code monétaire et financier. Elle a été complétée par un décret³¹. Les professionnels disposaient d'un délai de deux mois pour se conformer aux nouveaux textes concernant la médiation.

L'ordonnance du 20 août 2015 répond aux quatre objectifs principaux de la directive susmentionnée :

- la couverture effective par des mécanismes de médiation de tous les secteurs professionnels ;
- la mise en place de dispositifs de médiation répondant tous aux mêmes exigences de qualité en termes d'accès aux procédures, de compétence, d'impartialité, de transparence, d'efficacité, et d'équité ;
- une évaluation stricte du respect de ces critères par une entité indépendante ; en France, il s'agit de la Commission d'évaluation et de contrôle de la médiation de consommation. Cette commission aura, par ailleurs, le pouvoir de retirer de la liste des médiateurs ceux qui ne répondent plus aux critères de qualité précités ;
- une information claire et accessible donnée par les professionnels aux consommateurs relative aux coordonnées du médiateur dont ces mêmes profes-

sionnels relèvent, information qui pourra être mentionnée sur le site internet du professionnel ou dans ses conditions générales de vente.

L'ordonnance précise les conditions de désignation du médiateur de l'AMF, la durée de son mandat et les conditions d'exercice de sa mission de médiation.

Un délai de deux mois est accordé aux professionnels, à compter de la publication du décret d'application de l'ordonnance, pour se conformer à ce nouveau dispositif.

Composée de hauts magistrats, de spécialistes de la médiation et, de manière paritaire, de représentants des consommateurs et des professionnels, la Commission nationale d'évaluation et de contrôle est chargée d'agréeer chacun des médiateurs de la consommation après avoir vérifié qu'ils respectaient les critères d'indépendance et de compétence posés par la loi. Elle évaluera également périodiquement chaque système de médiation de la consommation.

L'exclusivité des médiations pour les litiges financiers a été donnée au médiateur de l'AMF. L'ordonnance prévoit également la possibilité de mettre en place des conventions entre le médiateur de l'AMF et des médiateurs conventionnels en mesure de traiter des médiations pour des litiges financiers. Lorsqu'une telle convention aura été signée, le client d'un établissement pourra en cas de litige financier choisir de saisir soit le médiateur de l'établissement, soit le médiateur de l'AMF mais cette fois de façon définitive. Ces conventions devront avoir été notifiées à la Commission nationale d'évaluation et de contrôle.

Enfin, l'article L. 621-19 du code monétaire et financier a été modifié pour officialiser la nomination d'un médiateur de l'AMF par le président de l'AMF, après avis du Collège, pour une durée de trois ans renouvelable.

29. Voir *Rapport annuel du médiateur de l'AMF*, page 7, en ligne sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org, rubrique le Médiateur).

30. Ordonnance du 20 août 2015 relative au règlement extrajudiciaire des litiges de consommation.

31. Décret du 30 octobre 2015 relatif à la médiation des litiges de la consommation, publié au JO le 30 octobre 2015.



Un système de détection et de répression qui évolue

A. LA DIRECTIVE ET LE RÈGLEMENT ABUS DE MARCHÉ

Le 16 avril 2014, le Conseil et le Parlement européen ont adopté le règlement MAR et la directive MAD sur les Abus de marché.

Le règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les Abus de marché (ci-après « MAR ») dont l'entrée en application doit intervenir en juillet 2016, aura des répercussions significatives sur le système de détection et de répression de l'AMF. Ce règlement se substituera à la directive Abus de marché du 28 janvier 2003 et à ses textes d'application.

Jusqu'à présent limité aux marchés réglementés, MAR étend le champ du dispositif communautaire des abus de marché. Il couvre désormais les MTF et OTF³², les enchères et transactions sur quotas d'émission ou les manipulations d'indices. Certaines dispositions de MAR ont été anticipées en France avec la loi du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires.

L'avis technique de l'ESMA portant sur les futurs actes délégués ainsi que les projets de standards techniques ont été transmis par l'ESMA à la Commission européenne dans le courant de l'année 2015 en vue de leur prochaine adoption. Ces textes de niveau 2, dont l'élaboration a fortement mobilisé l'AMF, compléteront substantiellement les dispositions applicables, par exemple, aux sondages de marché, aux programmes de rachat, aux listes d'initiés ou à la prévention des abus de marché.

L'ensemble du dispositif MAR sera complété par trois orientations (*Guidelines*) prévues par le règlement.

La directive 2014/57/UE du 16 avril 2014 est relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché (ci-après MAD). Elle doit être transposée le 3 juillet 2016. C'est un texte beaucoup plus court que le règlement MAR et qui renvoie dans de nombreux cas aux concepts définis par ce dernier, notamment pour les définitions de l'information privilégiée et des pratiques de marché admises. Elle a pour but, en visant les cas les plus graves et les infractions commises intentionnellement, de compléter la mise en œuvre efficace du règlement MAR et la lutte contre les abus de marché. La directive MAD est un texte important car il constitue le premier texte européen en la matière, au motif, notamment, que les sanctions administratives ne se sont pas révélées suffisamment dissuasives.

Les dispositions répressives du dispositif abus de marché

Les sanctions administratives

En matière répressive, le règlement MAR comporte d'importantes dispositions relatives à la nature des mesures et sanctions dont doivent disposer les régulateurs des États membres et à leur publicité. Y figurent aussi des dispositions plus novatrices sur le montant des sanctions administratives et les critères de détermination du niveau de ces sanctions. Ces dispositions écrites avec une marge d'adaptation possible, comme s'il s'agissait d'une directive, devraient être transposées dans le projet de loi Sapin II, avec les dispositions répressives équivalentes de la directive MIF II, de la directive OPCVM V, des règlements PRIIPs et Dépositaires centraux de titres (CSDR), celles de la directive Transparence révisée l'ont été récemment.

Le règlement fixe un cadre de sanctions administratives qui donne aux régulateurs la possibilité de prononcer des sanctions pécuniaires administratives d'un montant maximal d'au moins trois fois le montant de l'avantage retiré ou des pertes évitées du fait du manquement et, à

32. *Multilateral Trading Facilities et Organised Trading Facilities* sont des notions définies dans MIF II.



SOPHIE BARANGER
Secrétaire générale adjointe,
Direction des enquêtes et des contrôles

“ Le règlement européen sur les Abus de marché contribuera à renforcer l’arsenal des régulateurs. Les déclarations d’opérations suspectes porteront sur un périmètre plus large, englobant en autres les tentatives d’abus de marché. Ces déclarations pourront concerner des ordres ou des transactions suspects, qu’ils aient été exécutés ou non. Du côté des outils de détection des abus de marché, le règlement fournit des indicateurs nouveaux de manipulation de cours, tenant compte des évolutions technologiques des dernières années (*trading* algorithmique ou *trading* haute fréquence, par exemple) sur lesquels nous pourrions également nous appuyer. ”

défaut, d’un montant pouvant atteindre au moins pour les personnes physiques 5 millions d’euros et, pour les personnes morales, 15 millions d’euros ou 15 % du chiffre d’affaires annuel total.

Le règlement énonce sept critères de détermination de la sanction dont certains sont nouveaux pour l’AMF. Parmi eux, seuls la gravité de la violation et les gains obtenus de ce fait figurent déjà explicitement dans la loi française. Les autres concernent, notamment, les mesures prises par la personne responsable de la violation pour sa répétition.

Le règlement prévoit également en particulier le prononcé d’une interdiction provisoire ou permanente d’exercer des fonctions de gestion d’un prestataire de services d’investissement.

Enfin, il énonce qu’un refus de coopérer ou d’obtempérer dans le cadre d’une enquête, d’une inspection ou, plus généralement, d’une demande du régulateur peut être considéré comme une violation de ses dispositions et faire l’objet d’une sanction.

Les sanctions pénales

La directive MAD définit pour la première fois la durée maximale des peines d’emprisonnement que les États membres devront au minimum prévoir. Elle accroît la convergence des dispositions pénales applicables au sein des États membres, sans bouleverser l’actuel droit

pénal applicable en France. Sa transposition devrait notamment conduire à alourdir les amendes pénales et probablement à prévoir un montant maximum de 100 millions d’euros aligné sur la sanction administrative. Elle établit des règles minimum en matière de sanctions pénales pour l’utilisation d’informations privilégiées, la communication illicite d’informations privilégiées et les manipulations de marché afin de préserver la confiance dans les marchés financiers de l’Union, leur intégrité et la protection des investisseurs. En ce qui concerne les marchés et les instruments financiers couverts, le champ d’application de la directive MAD est le même que celui du règlement MAR. Ainsi, la directive s’applique aussi aux contrats au comptant sur matières premières quand la transaction produit un effet sur le prix d’un instrument financier et aux comportements liés aux indices de référence.

La définition des abus de marché les plus graves, susceptibles de sanctions pénales

Le texte MAD marque une évolution vers des définitions encore plus proches qu’aujourd’hui des manquements administratifs et des délits pénaux.

La définition de l’utilisation de l’information privilégiée est la même que dans le règlement MAR mais avec la nécessité d’un élément intentionnel à l’origine du comportement fautif. La directive incrimine aussi notamment la communication d’informations privilégiées.

La définition de la manipulation de marché, y compris pour les indices financiers, est également calquée sur celle du règlement MAR. La diffusion de la fausse information, qui en constitue une des modalités, implique cependant aux termes de la directive MAD, de manière différente du manquement, que les personnes responsables en tirent un avantage ou un profit.

La référence dans la directive MAD à l'incrimination des comportements « *au moins dans les cas les plus graves* » pose la question de la définition de ces cas. Les considérants de la directive apportent à cet égard certaines précisions. Il est notamment fait référence à l'impact des délits sur l'intégrité du marché, au niveau du préjudice causé au marché, à la valeur des instruments financiers en cause et au profit induit ou à la perte évitée. Un considérant relatif aux critères à prendre en considération pour fixer la sanction pénale évoque aussi, de manière nouvelle, le dommage causé aux tiers par les comportements fautifs.

La directive prévoit que la tentative d'abus de marché et la complicité par aide ou assistance sont pénalement punissables.

Les sanctions pénales prévues pour les personnes physiques doivent être « *efficaces, proportionnées et dissuasives* ». Il s'agit des critères habituels du droit européen lorsqu'il laisse aux États membres le soin de déterminer les sanctions.

En matière d'utilisation d'une information privilégiée et de manipulation de cours, la peine de prison maximum prévue par le droit national doit être d'au moins quatre ans. Pour la communication d'une information privilégiée, elle doit être d'au moins deux ans. C'est la première fois au plan européen que sont définies des peines pénales (pour les seules peines privatives de liberté) et les durées de détention prévues sont supérieures à celles existant aujourd'hui en droit français, qui sont respectivement, pour les délits précités, de deux ans et un an.

La responsabilité pénale des personnes morales est retenue dans les conditions du droit français (articles 7 et 8). Les États membres doivent pouvoir sanctionner pénalement les infractions commises sur leur territoire et les infractions commises par un de leurs ressortissants, au moins lorsque le comportement constitue une infraction dans le pays où il a eu lieu.

Enfin, les États membres devront demander aux responsables de la formation des juges, procureurs, policiers et membres des autorités compétentes impliqués dans les enquêtes et les procédures pénales de fournir des formations adéquates dans les matières traitées par la directive.

B. LA 4^E DIRECTIVE RELATIVE À LA PRÉVENTION DE L'UTILISATION DU SYSTÈME FINANCIER AUX FINS DU BLANCHIMENT DE CAPITAUX OU DU FINANCEMENT DU TERRORISME³³

L'objectif de cette nouvelle directive est de renforcer certaines règles existant dans la 3^e directive pour mieux lutter contre l'évasion fiscale et le financement du terrorisme, en instaurant :

- plus de transparence : mieux identifier et mieux coopérer pour faire reculer l'anonymat dans l'économie mondiale, mieux tracer les opérations suspectes et mieux suivre les mouvements financiers (risque pays) ;
- plus d'efficacité : mieux surveiller et réprimer.

Pour atteindre cet objectif, six axes d'action concernant les assujettis de l'AMF font l'objet de règles plus strictes et plus claires :

- l'approche par les risques réellement encourus : le dispositif de vigilance doit permettre d'identifier et d'évaluer les risques de blanchiment de capitaux et de financement du terrorisme (facteurs de risques présentés en annexe de la directive) ;
- les personnes politiquement exposées (PPE), avec une définition claire de ces personnes et une autorisation obligatoire de la hiérarchie pour maintenir une relation d'affaires avec elles. Sont visées les PPE nationales et étrangères ;
- les bénéficiaires effectifs, avec l'instauration d'un registre national tenu à jour reprenant les informations liées aux propriétaires finaux des sociétés. Le registre est accessible aux autorités compétentes et aux professionnels assujettis afin de remonter plus aisément les chaînes de propriété/contrôle. Un

33. Directive 2015/849/UE du Parlement européen et du Conseil du 20 mai 2015, élaborée sur la base des recommandations du Groupe d'action financière (GAFI). Elle a été publiée au Journal officiel de l'Union européenne le 5 juin 2015, et devra être transposée en droit national d'ici le 26 juin 2017.

régime comparable est instauré pour les fiduciaires et les *trustees*. Ce point s'accompagne d'un renforcement de la protection des données personnelles ;

- la dimension « groupe » : un groupe peut appliquer un socle de principes communs et d'échanges d'informations et les informations concernant des soupçons sont, en principe, partagées au sein du groupe ;
- la déclaration de soupçon obligatoire à Tracfin de toutes les transactions suspectes ou tentatives, avec un dispositif déclaratif intégrant la notion de confidentialité et un dispositif visant à protéger les lanceurs d'alerte ;
- des sanctions lourdes en cas de violations graves, répétées ou systématiques de certaines dispositions de la directive.

C. LA RÉFLEXION SUR LE *NON BIS IN IDEM*

À la suite de l'évolution récente de la jurisprudence de la Cour européenne des droits de l'homme et du Conseil constitutionnel laquelle a remis en cause le système français de double répression administrative et pénale des abus de marché³⁴, un groupe de travail - coprésidé par G. Rameix, président de l'AMF et M. Pinault, président de la Commission des sanctions - a été constitué par l'AMF. Il a publié en mai 2015 le fruit de ses réflexions en vue d'une réforme de la répression des abus de marché dans un rapport dont le contenu a été validé par le Collège de l'AMF.

Plusieurs solutions étaient envisageables, les critères d'examen de ces différentes possibilités d'évolution législative étant, d'une part, de parvenir à un régime de poursuite et de sanction des abus de marchés juridiquement solide tant au regard du droit européen que du droit français ; d'autre part, de préserver, et si possible, améliorer l'efficacité du dispositif français qui, quoique perfectible, est l'un des plus solides en Europe continentale.

Le groupe de travail de l'AMF a proposé une solution dont l'objectif est de préserver les acquis d'un système administratif qui s'est révélé très performant et adapté à la matière financière tout en améliorant la répression pénale dans les cas qui le justifient. Il a en effet estimé qu'il convenait de réserver, comme nous y invitent les

textes européens, la voie pénale aux cas d'abus de marché les plus graves, c'est-à-dire ceux portant atteinte à l'ordre social et nécessitant en conséquence une peine privative de liberté. La voie administrative serait quant à elle privilégiée pour réprimer les atteintes au bon fonctionnement du marché. En pratique, le groupe de travail avait proposé les quatre axes de réforme suivants :

- le principe d'interdiction du cumul des poursuites et des sanctions pénales et administratives serait inscrit dans la loi pour tenir compte de l'évolution des jurisprudences européenne et du Conseil constitutionnel ;
- une distinction claire de la définition des manquements de celle des délits boursiers par l'introduction de critères objectifs dans la loi. Cela reviendrait à retenir l'infraction générale telle qu'elle est définie dans les textes européens sur les abus de marché et à en confier par la loi sa répression à l'AMF. Une infraction aggravée serait introduite dans la loi et caractérisée par des critères d'intentionnalité, de récidive et de gravité (montants des profits illicites, bande organisée). Elle serait seule passible de sanctions pénales ;
- une concertation des actions respectives du Parquet national financier (PNF) et de l'AMF préalable à l'engagement des poursuites. Une concertation obligatoire d'une durée de deux mois entre le Parquet national financier et l'AMF serait mise en place pour favoriser l'allocation optimale des dossiers pouvant relever du juge pénal ou de l'AMF ;
- un encadrement des constitutions de parties civiles en amont de la concertation entre le Parquet financier et l'AMF et des pistes d'amélioration de la procédure pénale afin d'en réduire les délais.

À la suite de l'avis rendu par le Conseil d'État le 19 novembre 2015, la solution retenue par les autorités publiques dans une proposition de loi réformant le système de répression des abus de marché consistant à désigner le procureur général près la Cour d'appel de Paris comme autorité chargée, en cas de conflit positif de compétence sur un dossier entre le Parquet national financier et l'AMF, de choisir la voie répressive la plus adaptée. Cette solution a recueilli l'avis favorable de l'AMF en ce qu'elle satisfait à l'objectif initial recherché : la voie pénale doit être réservée aux infractions les plus graves et sanctionner plus sévèrement les intentions frauduleuses qui heurtent les valeurs de la société, la répression administrative devant sanctionner des comportements portant atteinte au bon

34. Voir Rapport annuel de l'AMF 2014, page 117.

fonctionnement des marchés. Le dispositif permet ainsi une concertation entre l'AMF et le PNF encadrée dans des délais. Cette réforme devra entrer en vigueur d'ici le 1^{er} septembre 2016. La proposition de loi susmentionnée adoptée en première lecture par l'Assemblée nationale le 7 avril 2016 sera examinée courant mai par le Sénat.

Il paraît à l'AMF tout à fait essentiel de confier la décision d'aiguillage du dossier en cas de désaccord entre le PNF et l'AMF à une autorité tierce et impartiale en la

personne du procureur général près la Cour d'appel de Paris. Cet aiguillage devra également intervenir dans des délais compatibles avec le temps des marchés, gage d'efficacité de la répression des abus de marché.

Pour cela, l'AMF et le PNF doivent œuvrer ensemble pour définir la procédure la plus adaptée à chaque cas particulier, à l'instar de la gestion de la répartition des dossiers durant la période transitoire. Dans ces conditions, l'arbitrage d'un éventuel conflit positif de compétences devrait rester rare.



Un nouveau cadre pour l'audit

L'ordonnance qui va transposer en France le nouveau cadre européen sur l'audit des comptes³⁵ doit être publiée au plus tard fin mars 2016.

Après plusieurs mois de réflexion et d'échanges, les travaux de transposition qui ont marqué l'année 2015 touchent bientôt à leur fin et les positions finalement retenues par la France parmi les options offertes devraient être bientôt connues.

En plus de venir modifier la façon dont seront menés demain les audits des entités d'intérêt public, cette réforme va être l'occasion de façon plus large de :

- refondre le dispositif disciplinaire français actuel avec une centralisation de la fonction d'enquête au Haut Conseil du Commissariat aux comptes (H3C), et de
- créer un Comité des autorités de supervision européenne de l'audit (CEAOB).

En application du nouveau règlement, les autorités compétentes devront au plus tard le 17 juin 2016, et au moins une fois tous les trois ans par la suite, élaborer un rapport sur l'évolution du marché de la fourniture de services de contrôle légal des comptes aux entités d'intérêt public.

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

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



L'ACTION DE L'AMF EN 2015

1 L'AMF et les épargnants	47
2 Les intermédiaires et les produits d'épargne	54
3 L'activité et la régulation des infrastructures de marché	63
4 Les opérations et l'information financière	67
5 La surveillance des marchés, les contrôles et les enquêtes	88
6 Les sanctions et les transactions	102



L'AMF et les épargnants

Si les problèmes connus sur le Forex ou les options binaires font déjà l'objet d'un suivi rapproché par l'AMF, de nouvelles menaces ont été identifiées en 2015 par sa plateforme de relation et d'information des publics (Épargne Info Service, AMFEIS) : les propositions d'investissements en biens divers changent de nature, les « arnaques » et les usurpations d'identité se développent. Dans cette optique, l'AMF s'est dotée de nouveaux outils et continue à surveiller les publicités, par exemple en matière de financement participatif, et les pratiques des acteurs, comme elle l'a fait avec sa campagne de visites mystère sur les opérations effectuées en ligne.

L'action de l'AMF est aussi préventive : en témoignent la récente étude sur la communication des entreprises cotées vis-à-vis de leurs actionnaires individuels ou les nombreux partenariats mis en place à destination du grand public ou des populations plus vulnérables.

Un CFD, ou « contrat sur la différence » est un contrat financier permettant de profiter des variations à la hausse comme à la baisse du cours d'une action, d'un indice, d'une paire de devises ou encore d'une matière première sans en être le propriétaire. L'investisseur acquiert le droit de percevoir (gain) ou l'obligation de payer (perte) la différence entre la valeur du sous-jacent au moment de la vente du CFD et celle au moment de son achat. Les CFD sont des produits dérivés très risqués, en raison notamment de l'effet de levier.

A. LA PROTECTION

1. Les placements à haut risque

L'année 2014 avait été marquée par une forte implication de l'AMF sur ce sujet avec, notamment, une étude inédite pour évaluer les performances des particuliers sur les sites régulés de *trading* sur le marché des changes et les *contracts for difference* CFD montrant que 9 clients sur 10 étaient perdants sur 4 ans. Une vaste campagne de communication numérique pour sensibiliser le grand public aux dangers du Forex et obtenir la fermeture de sites « toxiques » proposant en France leurs services sans autorisation.

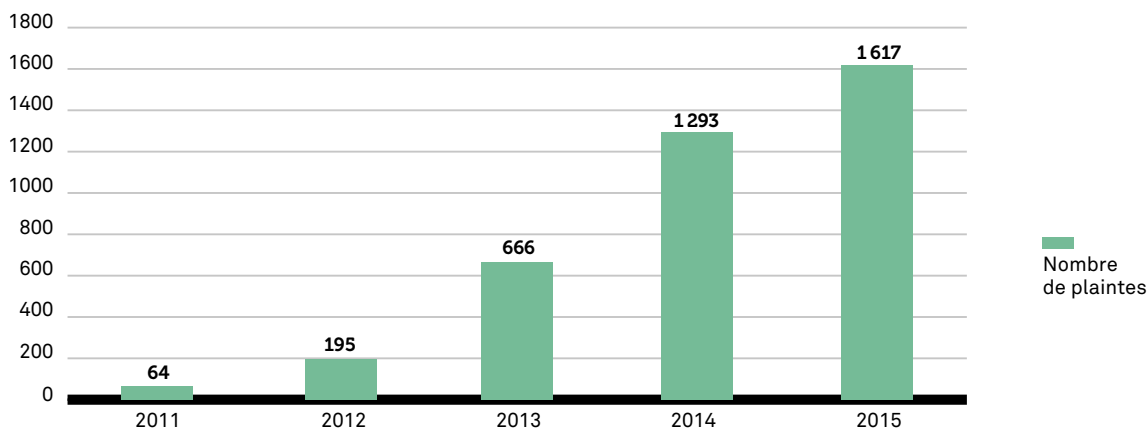
L'AMF est restée mobilisée en 2015, le *trading* sur le Forex et les options binaires demeurant un risque sérieux pour les épargnants. Ainsi, la pression publicitaire exercée par ces sites ne faiblit-elle pas, en particulier celle émanant de sites proposant des options binaires, et les plaintes des épargnants auprès de la plateforme Épargne Info Service de l'AMF continuent d'augmenter.

Face à l'inadéquation manifeste de ces produits pour le grand public, l'AMF a proposé au ministre de l'Économie et des Finances un dispositif juridique d'interdiction de la publicité sur les produits les plus toxiques. Cette proposition a reçu un accueil favorable et figurera dans un prochain projet de loi soumis au Parlement courant 2016.

L'AMF agit également avec les autres autorités compétentes en France, notamment les autorités judiciaires, la Direction générale de la concurrence, de la consommation et de la répression des fraudes (DGCCRF) et l'Autorité de régulation professionnelle de la publicité (ARPP), ainsi qu'avec l'ESMA au niveau européen, pour promouvoir des pratiques de supervision plus rigoureuses par les autres régulateurs.

Enfin, l'AMF a poursuivi ses actions de mise en garde du public par la réalisation d'un dépliant sur les risques du Forex. Elle a également continué de publier, en collaboration avec l'ACPR, ses listes noires de sites non

ÉVOLUTION DU NOMBRE DE PLAINTES ENREGISTRÉES SUR AMFEIS SUR LE TRADING SUR FOREX ET SUR OPTIONS BINAIRES



autorisés sur le Forex et sur les options binaires. Fin 2015, le nombre de plateformes ainsi listées s'établissait à 74 plateformes Forex et 255 plateformes d'options binaires.

Les produits atypiques

Par ailleurs, l'AMF a vu se confirmer la tendance au développement des produits atypiques. La médiatisation de certaines affaires a probablement permis de faire naître des doutes auprès d'épargnants devenus plus méfiants. Si ces propositions d'investissement touchent des secteurs très variés voire insolites - écuries de course, crevettes, cheptel, teck - certains secteurs se développent plus particulièrement. Il s'agit des investissements dans le vin, les terres rares, les énergies renouvelables et les œuvres d'art, manuscrits, pièces et timbres rares.

2. Les outils de la vigilance

L'AMF dispose de nombreux outils pour protéger et informer les épargnants parmi lesquels les mises en garde, de plus en plus utilisées pour les produits atypiques, la veille automatisée des acteurs et produits problématiques, ainsi que la veille sur les publicités.

Les mises en garde

Cette année encore, l'AMF a alerté le public sur plusieurs acteurs fournissant sans autorisation des services d'investissement sur le territoire français. Outre les listes noires Forex et options binaires, l'AMF a également attiré l'attention du public à l'encontre d'acteurs qui usurpaient son identité et/ou son logo pour prétendument aider les épargnants à récupérer des sommes investies sur des plateformes non autorisées, pratiques constituant ainsi de véritables « arnaques sur l'arnaque ».

Pour la première fois depuis la publication de la loi Hamon¹ modifiant le régime de l'intermédiation en biens divers, l'AMF a dénoncé, par voie de communiqué de presse, le caractère déséquilibré de la communication promotionnelle réalisée par une société qui propose d'investir dans les terres rares et des métaux précieux.

Les visites mystère

L'AMF a fourni de nouvelles preuves du risque important que comportent le Forex et les options binaires pour le grand public par ses visites mystère inédites de sites proposant du *trading* en ligne. L'objectif était de mieux comprendre leur fonctionnement ainsi que de vérifier leur respect de la réglementation en vigueur.

1. Loi du 17 mars 2014 relative à la consommation.

Une campagne de visites mystère inédite sur internet

Le développement des services financiers sur internet a mené l'AMF à conduire, de juillet 2014 à janvier 2015, des visites mystère sur internet auprès de 17 établissements représentant des *brokers* en ligne, des banques en ligne et des banques classiques.

Elles ont eu pour objectifs :

- de connaître les modalités d'ouverture d'un compte titres sur internet ;
- d'évaluer alors la qualité du questionnaire client ;
- de connaître les procédures des établissements en ligne lorsqu'un client « risquophobe » sans expérience passe des ordres ne correspondant pas à son profil.

Dans ce but, un cabinet d'étude a été mandaté par l'AMF, pour procéder à l'ouverture de comptes titres en renseignant les questionnaires comme un client « risquophobe » et sans expérience, créditer ces comptes titres et procéder à des opérations risquées ne convenant pas au profil donné. De ce fait, et pour la première fois, ces visites ont été conduites sous un angle « client », là où les précédentes visites mystère en agences étaient réalisées sous un angle « prospect ».

Les constats sont les suivants :

- les questionnaires en ligne visant à établir le profil financier des clients sont souvent incomplets, n'abordant pas tous les éléments prévus par le règlement général de l'AMF, et laissent une part trop importante à l'auto-évaluation, ne permettant pas d'avoir une bonne appréciation des connaissances et de l'expérience du client. De même, l'accompagnement du client dans le renseignement des questionnaires reste très insuffisant et le profil client est parfois trop facilement modifiable ;
- lorsque les clients passent des ordres sur des instruments financiers ne correspondant pas à leur profil, les ordres sont, selon les sites, soit bloqués, soit non bloqués mais dans ce cas des messages ou mises en garde alertent le client sur l'inadéquation du produit à son profil d'investisseur. Cependant, ces messages manquent souvent de pédagogie et, en l'absence de blocage, visent moins à éclairer les clients sur les risques qu'à exonérer l'établissement en transférant la pleine responsabilité de l'ordre aux clients.

Cette campagne visait à améliorer, via l'instauration d'un dialogue avec les établissements, la commercialisation et la gestion en ligne des instruments financiers.

Ainsi, 29 sites ont été ciblés du fait de leur activité commerciale en France : après un premier contact, l'ouverture de comptes a pu se faire sur 9 sites, dont 7 disposant d'un agrément du régulateur chypriote. Il ressort de cette campagne des approches commerciales exagérément rassurantes visant à attirer le plus grand nombre d'investisseurs, une incitation du client à verser toujours plus, un respect de la réglementation très insuffisant, des risques passés sous silence et, enfin, des difficultés avérées de retrait des fonds investis.

La veille et la publicité

L'AMF poursuit sa veille des nouvelles publicités. En 2015, le *trading* sur les options binaires et le Forex a représenté une part importante des nouvelles publicités recensées par l'AMF sur l'ensemble des placements : près de 35 % des publicités ont concerné des

offres de *trading*, presque toutes diffusées sur internet. Les publicités sur le *crowdfunding* se sont développées en 2015 après la création du cadre réglementaire applicable au financement participatif² entré en vigueur le 1^{er} octobre 2014. Ces publicités sont diffusées sur internet mais aussi dans la presse financière quotidienne. Certains messages ne sont pas équilibrés et mettent en exergue uniquement les rendements espérés sans mentionner les risques. L'AMF s'applique à faire de la pédagogie auprès de ces nouveaux acteurs et à diffuser les bonnes pratiques en matière de communication commerciale.

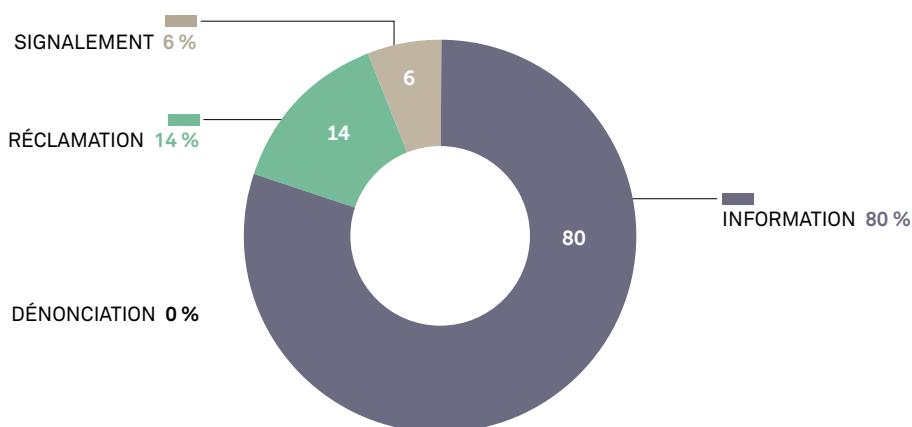
2. Ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif.

En 2015, AMF Épargne Info Service, le centre de relations et d'information des publics de l'AMF, a traité 14 424 demandes, dont 75 % émanant de particuliers.

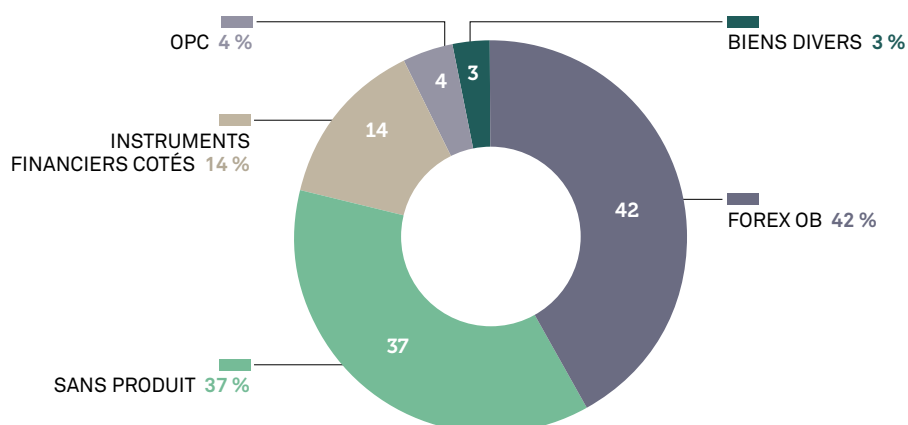
Outre les demandes de renseignements sur les agréments des différents intermédiaires et produits financiers, les épargnants se renseignent aussi sur le fonctionnement de la bourse, sur les opérations financières en cours ou sur les offres publiques d'acquisition.

82 % des plaintes reçues portent sur des sites proposant d'investir sur le Forex ou les options binaires. Les particuliers se plaignent alors de ne pas pouvoir récupérer les sommes investies ou les gains réalisés. Nombre d'entre eux sont ensuite démarchés par des personnes prétendant pouvoir les aider à récupérer les fonds investis sur ces plateformes. Certains de ces individus vont jusqu'à usurper l'identité de sociétés agréées voire d'autorités administratives comme l'AMF dans le but prétendu de les aider à récupérer les sommes investies.

14 424 DEMANDES TRAITÉES



DEMANDES/PRODUITS



3. Les actions en faveur des actionnaires individuels

Depuis plusieurs années, l'AMF développe des actions pédagogiques sur le thème de l'actionnariat individuel. Elle publie des guides et des articles à destination du grand public, rencontre et forme les actionnaires individuels pour favoriser leur investissement éclairé. En 2015, elle a publié sur son site une quinzaine d'articles et vidéos sur l'investissement en actions. Des représentants de l'AMF sont allés à la rencontre des actionnaires individuels en régions. En novembre 2015, elle a renouvelé sa participation au salon Actionaria. Elle a ainsi pu former les particuliers sur différentes problématiques de l'investissement en actions : comprendre les augmentations de capital, l'information financière ou encore les introductions en bourse.

4. Les partenariats

En 2015, l'AMF a poursuivi les partenariats mis en place les années précédentes pour améliorer l'information et la pédagogie à destination du grand public.

Trois tutoriels en vidéos crayonnées ont été réalisés avec l'Institut national de la consommation ainsi que quinze fiches conseil « Mon épargne clé en main » et cinq nouvelles émissions Consomag diffusées sur les chaînes de France Télévision : « Pourquoi et comment investir en Bourse », « Comment éviter les arnaques », « Que vous rapportent réellement vos placements », « Le *crowdfunding* » ou « Comment régler vos litiges ».

Dans le cadre de son partenariat avec l'Union nationale des associations familiales (UNAF), l'AMF a animé deux formations sur le thème « Produits d'épargne et intérêt de la personne protégée » à destination des mandataires judiciaires de personnes sous tutelle ou sous curatelle. Sur le même thème, une formation a également eu lieu avec l'École nationale de la magistrature, également partenaire de l'AMF.

Enfin, à un niveau plus institutionnel, l'AMF a poursuivi cette année les travaux menés en collaboration avec la Banque de France et la DGCCRF dans l'intérêt des épargnants et des consommateurs de produits financiers.

L'étude de novembre 2015 sur les dispositifs de communication actionnaires

Pour la première fois, l'AMF y dresse un panorama des pratiques de communication financière non réglementée de certains émetteurs.

Clubs d'actionnaires, comités consultatifs, lettres aux actionnaires, sites internet, réseaux sociaux sont quelques-uns des thèmes analysés dans l'étude publiée. L'AMF a relevé les bonnes pratiques existantes et, sur la base de ces constats, mis à jour sa doctrine. La position DOC-2015-09 sur la communication des sociétés sur les frais liés à la détention de titres au nominatif pur et la recommandation DOC-2015-10 sur la communication des sociétés destinée à faire la promotion de leur titre auprès d'investisseurs individuels ont été ainsi publiées.

Si l'AMF ne recommande aucun de ces outils ou cadre de communication en particulier, elle a tenu toutefois à les relayer aux acteurs de la Place dans une logique de partage et de développement. En effet, face à la baisse constante du nombre d'actionnaires individuels en France depuis plusieurs années, la stratégie *retail* des sociétés cotées est un outil de promotion de l'épargne en actions auprès des particuliers.

B. LA MÉDIATION

Avant-propos : l'activité de la médiation décrite ci-après est un résumé du Rapport annuel du médiateur publié sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org, rubrique le Médiateur).

Chiffres clés			
	2013	2014	2015
Dossiers reçus	907	1 001	1 406
dont concernant le champ de compétence de l'AMF	65 %	55 %	62 %
Dossiers traités	883	969	1 284
Avis du médiateur	400	276	364
dont avis favorables	44 %	44 %	62 %

L'année 2015 a été une année de très forte augmentation du nombre de dossiers. Les saisines du médiateur ont été en hausse de 40 % à 1 406 dossiers, dont plus de 60 % étaient dans le domaine de compétence de l'AMF. Le nombre de dossiers clôturés est en hausse de 33 % à 1 284 dossiers. Le nombre de recommandations émises par le médiateur augmente lui aussi de 32 %, qui pour les avis favorables ont été suivis par les deux parties dans 93 % des cas. Seulement 2 % des avis défavorables ont été contestés par les demandeurs.

1. Le journal de bord du médiateur

Lancée en mai 2014, la publication mensuelle du « Journal de bord du médiateur » continue de rencontrer un franc succès : le nombre de visites a doublé en 2015. Chaque mois, le médiateur y expose son analyse et sa recommandation sur un cas pratique en préservant l'anonymat des parties impliquées.

Parmi les sujets traités en 2015, peuvent être mentionnés :

- février 2015 : « Investissement dans le cadre d'un Plan d'épargne en actions (PEA) « classique » d'un titre inéligible – qui est responsable ? » ;
- avril 2015 : « Des indices conservés par le client aident le médiateur à obtenir un dédommagement en matière d'options binaires et de Forex, si la société est agréée. »
- juin 2015 : « Épargne salariale : il est utile de bien connaître les conditions particulières de déblocage anticipé en cas d'acquisition de la résidence principale »

- décembre 2015 : « La banque doit pouvoir justifier avoir remis le prospectus à son client préalablement à la souscription d'un OPCVM ».

2. Une rubrique mensuelle sur une chaîne de télévision

Depuis septembre 2015, le médiateur intervient dans l'émission Intégrale placements diffusée sur la chaîne de télévision BFM Business. Une fois par mois, sous la forme d'une interview, le médiateur y présente un cas de médiation.

3. Les problématiques

Comme chaque année, les litiges traités par la Médiation portent sur des sujets extrêmement variés. Pour autant, la commercialisation de produits financiers inadaptés à la situation et aux objectifs des clients représente le tiers des dossiers traités.

La plupart des litiges liés à la spéculation accessible au grand public sur le marché des changes (le Forex) en sont une composante importante. Ce secteur utilise en effet des politiques commerciales très agressives. Ce thème est resté un sujet de préoccupation majeur. Ces dossiers sont en forte augmentation : +61 % par rapport à 2014 (227 dossiers reçus), soit un quintuplement en 5 ans.

Le médiateur de l'AMF

Si la fonction de médiation a été donnée à l'AMF depuis de nombreuses années et a été significativement renforcée depuis 2011, le médiateur de l'AMF figure désormais expressément dans les textes par l'effet de l'ordonnance du 20 août 2015 relative au règlement extrajudiciaire des litiges de consommation qui a modifié l'article L. 621-19 du code monétaire et financier.

La médiation de l'AMF est un service public gratuit favorisant la résolution des litiges financiers à l'amiable. Il s'adresse aux épargnants et investisseurs, personnes physiques ou personnes morales (par exemple une caisse de retraite ou une association). Le champ des litiges ouverts à la médiation est celui du champ de compétence de l'AMF, c'est-à-dire les litiges avec un prestataire de services d'investissement (une banque, une société de gestion, etc.), un conseiller en investissements financiers, un conseiller en investissements participatifs ou une société cotée. Le médiateur de l'AMF n'est pas compétent en matière fiscale, d'assurance vie ou d'opérations bancaires.

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

Si la recommandation du médiateur, strictement confidentielle, est favorable à l'épargnant, celle-ci, une fois acceptée par les deux parties au litige, prend la forme d'une régularisation ou d'une indemnisation totale ou partielle de la perte subie qui n'implique pas la reconnaissance d'une quelconque responsabilité par le professionnel partie à la médiation. La médiation rencontre un fort taux d'adhésion au regard du pourcentage de suivi et du faible taux de contestation.

L'ordonnance transposant la directive Médiation* a donné l'exclusivité des médiations pour les litiges financiers au médiateur de l'AMF. Elle prévoit également la possibilité de mettre en place des conventions entre le médiateur de l'AMF et des médiateurs conventionnels en mesure de traiter des médiations pour des litiges financiers. Lorsqu'une telle convention aura été signée, le client d'un établissement pourra en cas de litige financier choisir de saisir soit le médiateur de l'établissement, soit le médiateur de l'AMF mais cette fois de façon définitive. Ces conventions devront avoir été notifiées à la Commission nationale d'évaluation et de contrôle.

Le médiateur de l'AMF a été reconduit dans ses fonctions pour un mandat de trois ans renouvelable par le président de l'AMF après consultation du Collège de l'AMF lors de sa séance du 12 novembre 2015 et agréé en tant que médiateur de la consommation par la Commission nationale d'évaluation et de contrôle en janvier 2016.

* Directive 2013/11/UE du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 relative au règlement extrajudiciaire des litiges de consommation.

L'autre grande catégorie de dossiers traités concerne la mauvaise exécution ou l'inexécution d'ordres de bourse. Les dossiers concernant l'épargne salariale y occupent également une grande part.

En matière d'épargne salariale, la loi Macron³ a repris une des propositions du médiateur de l'AMF consistant à mieux informer les salariés sur les frais prélevés sur leur épargne après leur départ de l'entreprise.

L'état remis au salarié lorsqu'il quitte l'entreprise indique dorénavant les modalités éventuelles de prise en charge des frais par les salariés, y compris par prélèvement direct sur leurs avoirs.

Une politique de collaboration avec les teneurs de compte d'épargne salariale a été enclenchée pour que soient en outre améliorés les processus dans ces entités au-delà des problématiques relevées dans des dossiers individuels.

3. Loi du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques.



Les intermédiaires et les produits d'épargne

L'AMF a poursuivi en 2015 son effort d'accompagnement de la place dans la mise en œuvre effective des directives, notamment celle sur les Gestionnaires de fonds alternatifs (directive AIFM). Si en effet les sociétés de gestion ont fait évoluer leur organisation pour intégrer AIFM, l'heure était désormais à la mise en œuvre, la formalisation et la traçabilité. L'année 2015 a également été l'année de préparation des travaux sur la révision de la directive sur les Marchés d'instruments financiers (MIF II) et sur la directive OPCVM V. Là encore, l'action privilégiée de l'AMF a été de permettre la plus grande anticipation des impacts par les différents acteurs concernés, avec en perspective la publication de guides pédagogiques sur chacun de ces deux sujets. Enfin, en parallèle de ces sujets de réformes en profondeur, d'autres sujets nationaux ou internationaux ont marqué 2015, notamment la création du statut de société de libre partenariat (SLP), la publication du rapport sur l'investissement socialement responsable (ISR) dans la gestion collective ou l'entrée en vigueur des règlements sur les fonds européens d'investissement à long terme (ELTIF) et sur les opérations de financement sur titres (SFTR) en fin d'année.

Après une année 2014 fortement marquée par la directive AIFM, le nombre de sociétés de gestion de portefeuille s'établit à 627 sociétés de gestion de portefeuille agréées au 31 décembre 2015.

En 2015, l'évolution de l'industrie de la gestion collective française se traduit par :

- une augmentation des encours bruts des organismes de placement collectif (OPC) – hors titrisation – de 1 346 milliards d'euros au 31 décembre 2014 à 1 407 milliards d'euros au 31 décembre 2015 ;
- un nombre d'OPC – hors organismes de titrisation – à la baisse avec 10 519 OPC au 31 décembre 2015 ;
- des créations d'OPC qui augmentent : 1 198 OPC agréés.

A. LE SUIVI DES ACTEURS

1. Les sociétés de gestion de portefeuille

Après une année 2014 intense avec près de 400 dossiers déposés à l'AMF, notamment du fait de l'entrée en vigueur de la directive AIFM, 2015 marque un certain « retour à la normale ».

Au 31 décembre 2015, le nombre de sociétés de gestion de portefeuille agréées en France s'établit à 627, contre 635 à fin 2014. En léger recul, ce solde s'explique par le nombre important de retraits d'agrément que le flux toujours fort de créations n'a pas permis de compenser.

Parmi ces 627 sociétés de gestion, 334 sont agréées au titre de la directive AIFM.

État récapitulatif des agréments de sociétés de gestion en 2015

Sociétés existantes au 31/12/2014	635
Nouvelles sociétés (sociétés agréées définitivement en 2015)	30
Retraits décidés en 2015	-38
Dont retraits d'agrément définitifs prononcés en 2015	26
Dont retraits d'agrément en cours prononcés en 2015	12
SOCIÉTÉS EXISTANTES AU 31/12/2015	627

Le nombre des nouvelles sociétés de gestion de portefeuille s'est établi à fin 2015 à 30, en baisse notable par rapport à 2014 (48). Il convient toutefois de préciser que :

- 12 des 48 sociétés de gestion de portefeuille nouvellement agréées en 2014 avaient concerné des sociétés déjà agréées au titre de régimes abrogés par la nouvelle réglementation (sociétés de gestion de fonds communs de créances, de sociétés civiles de placement immobilier et de sociétés d'épargne forestière) ;
- le nombre de nouveaux projets demeure à un niveau élevé, bien que légèrement en dessous des années précédentes (34 en 2012, 39 en 2013).

Les deux tiers des créations de structures en 2015 sont des projets entrepreneuriaux. La dynamique de création repose essentiellement sur les classes d'actifs telles que le capital-investissement (45 %) et l'immobilier (39 %). Le reste étant constitué d'acteurs qui développent une gestion sophistiquée sur des classes d'actifs traditionnels (13 %).

En 2015, l'AMF a procédé au retrait de l'agrément de 38 sociétés de gestion de portefeuille, en hausse par rapport aux exercices précédents. L'analyse des motifs de retrait d'agrément traduit encore les effets post-crise (55 % d'arrêt pur et simple de l'activité de gestion) tout autant qu'une amorçe de consolidation du secteur, les fusions (intragroupe ou entre compétiteurs) représentant 39 % des motifs de retraits.

Par ailleurs, 6 sociétés de gestion de portefeuille ont vu s'ouvrir à leur encontre une procédure de retrait d'agrément au motif, pour la très grande majorité, d'absence de moyens financiers suffisants. Ces procédures sont encore en cours ou ont été clôturées à la suite d'une régularisation.

Après une année 2014 placée sous le signe des extensions d'agrément au titre de la directive AIFM (268 dossiers sur un total 365), 2015 marque un retour à la normale. Les 105 demandes d'extension concernaient notamment :

- la sélection d'instruments financiers à terme simples ou complexes (13 dossiers) ;
- une extension d'agrément AIFM (12 dossiers) ;
- la gestion de FIA ou de UCITS (12 dossiers) ;
- le recours aux titres non cotés (10 dossiers) ;
- la gestion sous mandat (8 dossiers) ;
- la sélection de FIA/OPCVM (6 dossiers).

Les gestionnaires enregistrés

Depuis 2014, l'AMF enregistre les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (FIA) non agréés en qualité de sociétés de gestion de portefeuille. Cette possibilité offerte au titre de la directive AIFM ne s'adresse qu'à des gestionnaires, très souvent sous la forme de véhicules autogérés, ne dépassant pas les seuils d'encours prévus par la directive AIFM et ne s'adressant qu'à des investisseurs professionnels au sens de la directive MIF.

À fin 2015, 32 gestionnaires ont été enregistrés (contre 25 en 2014).

2. La poursuite des actions pour une meilleure connaissance des conseillers en investissements financiers

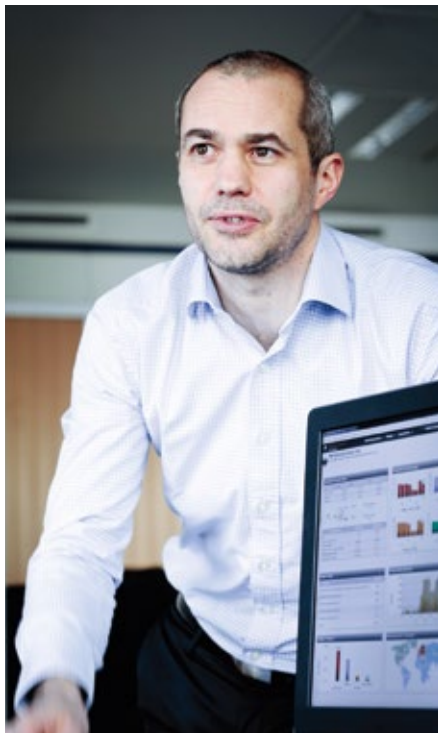
Après une année 2014 consacrée à la revue des missions des associations professionnelles de conseillers en investissements financiers (CIF), en charge de certains volets de la régulation de ces acteurs, 2015 a été, en partie, focalisée sur la mise en œuvre de la première campagne de remontée de données d'activité des CIF.

Depuis cette année, les CIF sont tenus de communiquer annuellement leurs données d'activités.

Cette première campagne de collecte, organisée conjointement avec les associations professionnelles de CIF a permis de recueillir 4 591 fiches de renseignements annuels, représentant les données d'activité de 92 % de la population CIF en activité au 31 décembre 2014⁴.

À la suite de l'exploitation consolidée de ces déclarations, il apparaît que les répondants ont réalisé un chiffre d'affaires global de 2 milliards d'euros, dont 532 millions d'euros sont déclarés au titre de l'activité de CIF, soit 26 % de l'activité. Cette proportion montre que ces acteurs du conseil en gestion de patrimoine disposent généralement d'autres statuts comme ceux d'intermédiaires en assurance, d'intermédiaires en opérations de banque et service de paiement et d'agents immobiliers (carte T). De ce fait, ce premier exercice a été délicat pour ces acteurs qui ont dû procéder, au sein de leur activité globale, à l'identification des données d'activité relevant du statut de CIF.

4. C'est-à-dire excluant les démissionnaires.



L'étude a révélé également une forte concentration de l'activité CIF au sein des cabinets les plus importants, les 50 premiers acteurs représentant 42 % de l'activité CIF, les 500 suivants, 38 % et le solde (soit 3 884 acteurs) représentent 20 % de l'activité de CIF.

Cela est corroboré par le chiffre d'affaires moyen de l'activité CIF des cabinets qui s'élève à 120 027 euros, la médiane étant située à 16 750 euros (respectivement 471 423 euros et 126 381 euros de chiffres d'affaires moyen et médian, toutes activités confondues).

Enfin, parmi les répondants, 450 cabinets se sont déclaré « CIF Haut de bilan », soit 10 % de la population. Ces acteurs qui fournissent des conseils en matière de fusion, acquisition ou levée de fonds, représentent 33 % du chiffre d'affaires total déclaré.

L'ensemble des données recueillies et l'organisation des prochaines collectes permettront de suivre plus finement et de mieux appréhender les métiers et spécificités de ces acteurs dont le nombre, au 31 décembre 2015, s'élève à 4 990 (source ORIAS).

3. Lancement du suivi des conseillers en investissements participatifs

Depuis l'entrée en vigueur des textes applicables au financement participatif en octobre 2014, le *crowdequity* ou financement participatif par titres financiers est en pleine progression, en nombre d'investisseurs comme en montants investis, et est désormais installé dans l'es-

pace médiatique. L'attrait pour ce nouveau statut ne s'est pas démenti et le flux des dossiers de demande d'immatriculation de conseillers en investissements participatifs (CIP) ne s'est pas tari depuis. Les projets financés ont porté sur des secteurs variés de l'économie avec une présence croissante de la promotion et de la rénovation immobilières. La fin de l'année a été marquée par l'irruption de la question de l'éligibilité des bons de caisse qui pourrait faire évoluer le régime du financement participatif (ordonnance du 6 août 2015).

Au 31 décembre 2015, le nombre de CIP immatriculés est de 30 (contre 6 en 2014).

L'instruction des dossiers d'immatriculation des plateformes est réalisée par l'Autorité des marchés financiers qui a concentré ses efforts sur trois points : les schémas d'investissement, l'accès progressif aux offres et la robustesse du modèle financier des CIP.

- L'AMF s'est interrogée sur les schémas d'investissement et leur cohérence avec d'autres domaines de la gestion collective. Ainsi, les schémas d'investissement directs et indirects ont fait l'objet d'une analyse systématique au cas par cas au regard de la qualification de fonds relevant de la directive AIFM, dits : « autres FIA » définis à l'article L. 214-24 III du code monétaire et financier, en fonction des critères de la position AMF DOC-2013-16, pour vérifier s'il convenait que la société *holding* et/ou la société cible soient gérées par une société de gestion de portefeuille agréée ou être agréée elle-même en tant que véhicule autogéré et faire appel à un dépositaire.

Le financement de la cible doit être vu comme un ensemble comprenant aussi l'investissement des *holdings*. L'AMF s'est donc attachée à ce que les investisseurs soient informés sur la cible financée par la *holding* à partir du modèle de document d'information réglementaire synthétique à fournir dans le cadre d'une offre de financement participatif.

La bonne conduite de la commercialisation est un véritable enjeu pour l'écosystème et la réputation des acteurs. Le maintien et, parfois, le renforcement de la qualité de la communication des plateformes après leur immatriculation a été une priorité de la première année du suivi par l'AMF. Dans l'ensemble, la réglementation étant récente, il ressort de la veille effectuée sur les plateformes que les acteurs doivent encore améliorer leur communication et tenir un discours institutionnel et commercial équilibrés, clairs, exacts et non trompeurs. L'AMF rappelle que

le respect de ces exigences doit se traduire par la mention très apparente sur les écrans de présentation des projets, de la totalité des frais et rémunérations, des risques et de la fiscalité applicables à l'offre, dans la même typographie que les avantages.

- L'accès progressif aux offres est la particularité la plus significative des CIP. Or, il a été nécessaire de demander à des plateformes de modifier leur dispositif pour que celui-ci réserve la lecture des éléments essentiels de l'offre aux investisseurs potentiels ayant formellement accepté les risques afférents. Le cœur de l'activité d'un CIP consistant à fournir un conseil en investissement, les plateformes doivent pouvoir prouver qu'elles ont accompli un acte effectif de recommandation personnalisée sur le projet souscrit.
- La robustesse du modèle financier des CIP est un troisième sujet de préoccupation, qui va devenir plus aigu avec l'accroissement du nombre d'acteurs et l'échéance des premiers remboursements des premières émissions obligataires ou des premières sorties en capital. Dans l'objectif d'immatriculer des structures pérennes dans le temps, l'AMF est vigilante sur les plans d'affaires présentés et sur le fait que le capital social de la société soit libéré et couvre peu ou prou les pertes de la première année d'exercice.

Le suivi de la réalisation de ces plans d'affaires sera assuré par le recensement des informations fournies dans les fiches de renseignements annuels (remplies pour la première en avril 2016 par les plateformes), prévues par l'article 325-45 II du règlement général de l'AMF et de l'article 3 de l'instruction 2014-11 relative au processus d'examen de la demande d'immatriculation des CIP.

4. L'encadrement des administrateurs d'indices

À la suite des révélations de manipulations présumées de certains indices de taux interbancaires (Libor), de matières premières et de devises, la Commission européenne a publié en septembre 2013 une proposition de règlement visant à encadrer au sein de l'Union européenne l'activité de fourniture d'indices (*benchmarks*) servant de référence à des instruments financiers, dans l'esprit des principes publiés sur le sujet par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) en juillet 2013. Cette activité n'était pas, jusqu'à ce jour, encadrée par la réglementation européenne.

Les négociations tripartites entre la Commission européenne, le Conseil de l'Union européenne et le Parlement européen ont abouti le 24 novembre 2015 à un accord final sur ce texte, qui sera soumis à un vote au Parlement européen en séance plénière et dont la publication au Journal officiel de l'Union européenne devrait intervenir d'ici la fin du deuxième trimestre 2016.

En contrepartie d'un champ large, le règlement prévoit plusieurs catégories d'indices de référence, chacune impliquant un degré différent d'exigences applicables à son administrateur, c'est-à-dire à la personne physique ou morale qui en contrôle la fourniture. Ainsi, les administrateurs d'indices de référence dits « d'importance critique », tels que les principaux indices de taux interbancaires, devront être agréés par leur autorité nationale compétente pour exercer l'activité de fourniture d'indices de référence et seront soumis à l'ensemble des exigences prévues par le texte, tandis que les administrateurs fournissant uniquement des indices de référence dits « non significatifs » feront l'objet d'un enregistrement auprès de leur autorité nationale compétente et seront soumis à un ensemble restreint d'exigences. Le règlement prévoit par ailleurs des dispositions spécifiques concernant les administrateurs d'indices de référence de matières premières ou d'indices de référence fondés sur des données réglementées, déterminés par l'application d'une formule reposant sur des données sous-jacentes issues de marchés, ou les valeurs liquidatives d'un OPCVM.

Le règlement vise à encadrer la gouvernance et le dispositif de contrôle de l'administrateur y compris sa politique de gestion des conflits d'intérêts, et prévoit par ailleurs des obligations de transparence concernant la méthodologie et le fonctionnement de l'indice de référence. Des dispositions sont également prévues afin de permettre, sous certaines conditions, à un indice de référence fourni par un administrateur établi dans un pays tiers d'être utilisé au sein de l'Union européenne.

Par ce nouveau règlement, les autorités nationales compétentes seront prochainement investies de pouvoirs effectifs afin d'agréer ou enregistrer, superviser et contrôler les entités qui, au sein de leur juridiction, exercent une activité de fourniture d'indices de référence. Ces nouvelles dispositions permettront également aux autorités ou juridictions nationales de prononcer une sanction à l'encontre d'un administrateur lorsque le non-respect par ce dernier des exigences qui lui sont applicables aura été constaté.

5. La lutte contre le financement du terrorisme

L'année 2015 a été marquée par les attentats et la menace terroriste auxquels ont dû faire face la France comme d'autres pays. De nombreuses actions ont été menées par le Gouvernement français avec notamment deux alertes à la vigilance adressées aux acteurs du secteur financier à l'égard de flux de capitaux pouvant constituer des sources de financement pour DAECH.

Le 28 janvier 2015, dans un premier communiqué visant à tarir les sources de financement de DAECH, la Direction générale du Trésor a rappelé qu'il est interdit de mener toute activité susceptible de mettre des fonds et des ressources économiques à disposition de cette entité.

L'AMF a aussitôt mobilisé les associations professionnelles représentatives des assujettis relevant de sa compétence pour qu'elles alertent leurs adhérents sur le fait :

- qu'en application des articles L. 561-10-2 et L. 561-15 du code monétaire et financier, des mesures de vigilance particulières s'imposent, qu'aucune transaction ne pouvant être menée à terme, ni facilitée, ni favorisée, au bénéfice ou en faveur de DAECH ou des personnes morales ou physiques qui puissent être affiliées, directement ou indirectement à, ou sur instruction directe ou indirecte de DAECH, ou qui agissent en son nom ou en sa faveur ;
- que les transactions suspectes doivent être refusées et/ou être déclarées sans délai à TRACFIN.

B. LA COMMERCIALISATION : UNE PROTECTION ACCRUE DE L'INVESTISSEUR

1. L'examen des documents commerciaux des produits destinés au grand public

L'AMF veille quotidiennement au suivi de la commercialisation des produits financiers destinés au grand public ; elle s'assure que la commercialisation réalisée par les acteurs financiers est conforme à la réglementation qui leur est applicable et respecte notamment le principe fondamental d'une information claire, exacte et non trompeuse (article 314-10 et suivants du règlement général de l'AMF).

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

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

Conformément à cette démarche, l'AMF s'est intéressée, au cours du deuxième semestre de l'année 2015, aux modalités d'information des investisseurs de sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) dites fiscales. Constatant que les souscripteurs des SCPI bénéficiant des dispositifs Malraux et « déficit foncier » ne disposaient pas d'une information suffisamment détaillée sur les implications fiscales de leurs investissements, l'AMF a entrepris une action correctrice en concertation avec les associations professionnelles et les acteurs concernés. Désormais, le guide pour la rédaction des documents commerciaux impose aux sociétés de gestion de détailler l'effet sur la performance de l'impôt et des prélèvements sociaux sur les plus-values. Simultanément, un communiqué de presse à destination du grand public a été diffusé afin d'informer les épargnants sur les spécificités de ces SCPI fiscales.

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

Enfin, s'il est vrai que la protection de l'investisseur passe en grande partie par une documentation commerciale claire, exacte et non trompeuse, elle ne s'y réduit pas. C'est pourquoi l'AMF, par le biais d'échanges avec les acteurs (réunions, visites des sociétés de gestion dans le cadre d'actions de suivi, forums du type Patrimonia, Actionaria, etc.), effectue

un important travail de sensibilisation aux bonnes pratiques en matière de commercialisation auprès des acteurs financiers.

Plus globalement, l'AMF veille également à ce que la documentation légale (notamment le document d'information clé pour l'investisseur – DICI) soit rédigé en des termes clairs et permette à l'investisseur de juger des particularités éventuelles du produit qui lui est proposé et ainsi de prendre sa décision d'investissement en pleine connaissance de cause.

Les chiffres clés et les grandes tendances de l'année

Sur l'année 2015, près de 500 campagnes de commercialisation ont été examinées lors des phases d'agrément ou d'autorisation de commercialisation. En outre, plus d'une centaine de campagnes commerciales ont été l'objet d'échanges a posteriori, en vue d'en faire évoluer le contenu.

L'action de l'AMF s'est adaptée au contexte et aux tendances de marché. l'année a été notamment marquée par :

- un essor important de l'offre de fonds flexibles, dits « patrimoniaux » ;
- le développement d'une offre de fonds autour des thématiques vertes (investissement socialement responsable, obligations vertes, réduction de l'empreinte carbone notamment), en prévision notamment de la COP21 qui s'est tenue à Paris, en fin d'année ;
- l'émergence des acteurs du financement participatif (*crowdfunding*), actifs en matière de communication et proposant des schémas de communication innovants ;
 - posant de nouveaux défis en matière du traitement de l'information commerciale (avec notamment des questions prégnantes autour des simulations de patrimoine et/ou de performances futures, de la qualification éventuelle de certaines communications en tant qu'actes de démarchage) ;
 - et faisant, par capillarité, évoluer les modes de communication de certains acteurs historiquement régulés.

Plus globalement, l'AMF constate une évolution vers une digitalisation croissante des modes de communication. Nombreux sont les acteurs qui utilisent désormais les différents médias sociaux (et autres applica-

tions) pour communiquer avec leur communauté, qu'il s'agisse d'investisseurs, de prospects ou de distributeurs. À ce titre, l'AMF a lancé en fin d'année une consultation, ouverte aussi bien aux professionnels qu'au grand public, quant à l'usage raisonné et adapté de ces médias.

Les modes de distribution évoluent également et 2015 aura aussi été marquée par l'émergence d'acteurs visant à proposer de services de gestion automatisée (robo-advice), soulevant un certain nombre d'interrogations sur le type de service rendu, notamment en matière de conseil à l'investisseur.

L'AMF a également noté une évolution du marché des *exchange-traded funds* (ETF) vers des produits plus complexes (ETF SMART Bêta), avec pour corollaire, une vigilance accrue quant à la cible de commercialisation et le fait que l'information (ainsi que son vecteur de diffusion), soient adaptés, de par la relative complexité de certains produits.

L'AMF a publié au cours de l'année : un guide dans le but d'accompagner les associations, fondations, fonds de dotation et autres investisseurs institutionnels non professionnels dans leur démarche d'investissement en produits financiers.

2. Les régimes de commercialisation OPCVM et AIFM

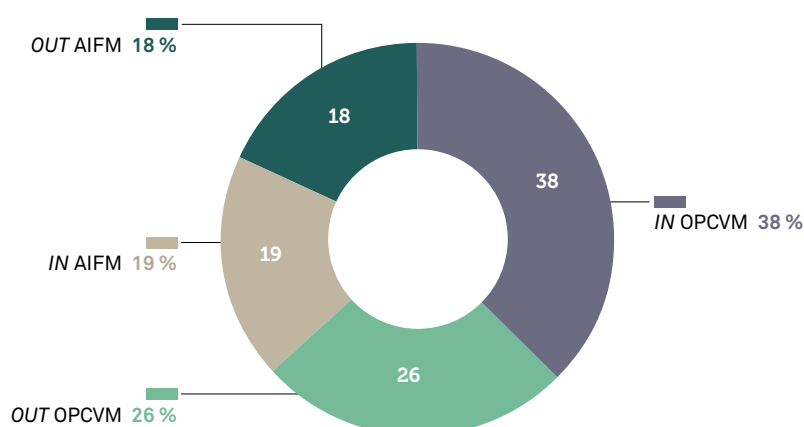
L'instauration d'un passeport européen pour la commercialisation des parts ou actions de FIA, l'une des opportunités de la directive AIFM, a été ouverte en 2015 aux pays tiers. Cette ouverture permet la commercialisation dans l'Union européenne de FIA de pays tiers gérés par un gestionnaire établi dans l'Union européenne ainsi que la gestion de FIA de l'Union européenne par des gestionnaires établis dans un pays tiers et/ou la commercialisation dans l'Union européenne, par ces mêmes gestionnaires, de FIA de l'Union européenne ou de pays tiers qu'ils gèrent.

La mise en place du mécanisme de passeport AIFM, hors pays tiers, a complété le régime de commercialisation déjà en place pour les fonds OPCVM. Son intérêt pour les professionnels s'est confirmé en 2015. En effet, on constate en 2015 une montée en puissance des commercialisations AIFM : presque 40 % des commercialisations se réalisent sous cette directive. Par ailleurs, on constate également un quasi-équilibre entre le nombre de fonds français qui sont commercialisés en Europe et le nombre de fonds européens qui sont commercialisés en France (voir ci-dessus).

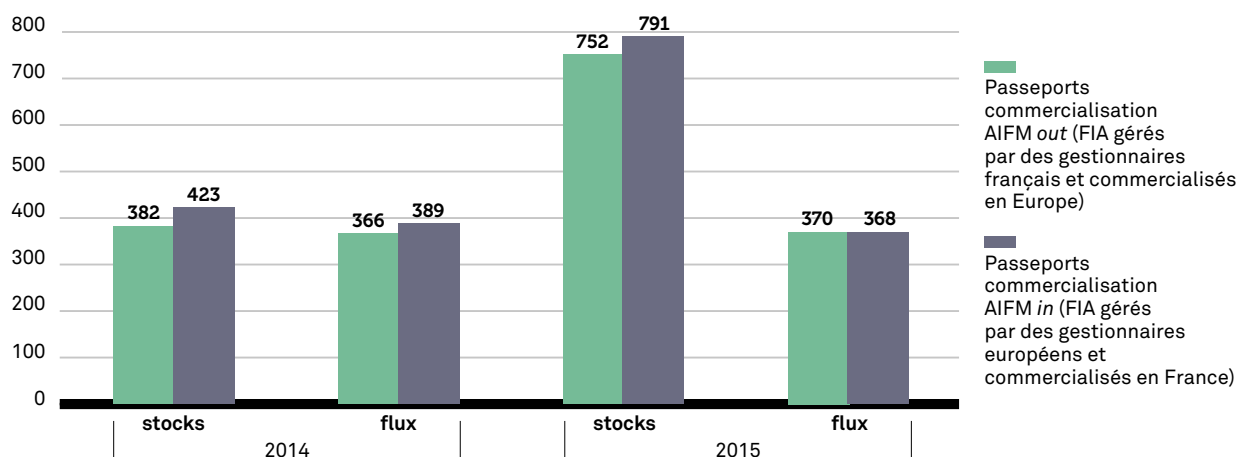
C. LES PRODUITS À FIN 2015

Le nombre d'organismes de placement collectif constaté au 31 décembre 2015 s'établit à 10 519. L'activité de l'année 2015 relative aux organismes de placement collectif a été comparable à celle de 2014 avec seulement 1 % de dossiers en moins sur un nombre de 3 253 dossiers d'agréments et mutations. La ventilation de ces différents dossiers est, par contre, assez différente comparée à 2014.

RÉGIME DE COMMERCIALISATION UCITS ET AIFM AU 31 DÉCEMBRE 2015



COMMERCIALISATION PRODUITS AIFM



Le nombre de créations d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) ou de fonds d'investissement à vocation générale (FIVG) diminue (respectivement -5,5 % et -5,7 %). Les produits à destination des seuls professionnels, que cela soit dans le domaine du capital-risque ou de l'immobilier restent les seuls axes de réelle progression sur l'année et démontrent le dynamisme de ces deux classes d'actifs et la reconnaissance de la qualité des gérants français dans ces secteurs.

L'effet des directives a augmenté de manière significative le nombre de dossiers transfrontaliers. Le nombre de passeports *in* OPCVM augmente de 21 %, celui des FIA étrangers de 78 % et les opérations de fusions de fonds maître nourricier transfrontalières atteint +284 % avec 96 opérations.

Ces chiffres se retrouvent dans l'évolution du nombre de produits et de leurs encours.

Bilan des OPC (hors titrisation)				
	2014	2015	Var	Var %
Encours OPC (milliards d'euros)*	1 346	1 407	61	4,5 %
Nombre OPC	11 542	10 519	-1 023	-8,9 %
Encours OPCVM (Millions d'euros)	710 122	755 302	45 180	6,4 %
Nombre OPCVM	3 500	3 308	-192	-5,5 %
Encours FIVG (Millions d'euros)	361 440	336 237	-25 203	-7,0 %
Nombre FIVG	2 978	2 809	-169	-5,7 %
Encours FIA HORS FIVG (Millions d'euros)	274 153	314 916	40 763	14,9 %
Nombre FIA HORS FIVG	4 289	4 393	112	2,4 %

* Le montant des encours indiqués dans ce tableau est donné hors titrisation, à titre d'information il est titrisation incluse de 1 789 milliards d'euros pour 2015 (contre 1 776 milliards d'euros en 2014).

Focus sur les principales classes d'actifs :

OPC monétaires

Alors que le nombre global d'OPC monétaires court terme diminue fortement (-15 %), les encours d'OPC monétaires augmentent nettement sur 2015 avec 27 milliards de progression des encours soit +9,2 %. Cet accroissement se fait quasi-exclusivement au profit des OPCVM et non des FIA monétaires.

OPC immobiliers

Avec plus de 4 milliards de collecte en 2015, les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) enregistrent leur meilleure année de collecte en 2015 depuis leur création il y a plus de 40 ans. Les organismes de placement collectif en immobilier (OPCI) grand public collectent plus de 2 milliards en 2015 (environ le triple de la collecte 2014). Le contexte de taux d'intérêt bas et de recherche d'alternative aux marchés financiers classiques a favorisé le succès de cette classe d'actifs.

OPC à formule

Le contexte de marché avec des taux d'intérêts très bas est toujours défavorable à la création de fonds à formule. L'encours des fonds à formule atteint 28 milliards d'euros fin 2015, en baisse de plus de 8 milliards en 2015, et très en retrait par rapport au plus haut de 75 milliards d'encours atteint en 2007.

OPC actions et diversifiés

L'encours d'OPC actions est quasiment stable. Les encours de fonds diversifiés augmentent en 2015 de 15 milliards, ce qui reflète le succès des fonds patrimoniaux et de recherche de performance absolue dans un contexte de taux courts et longs extrêmement bas.

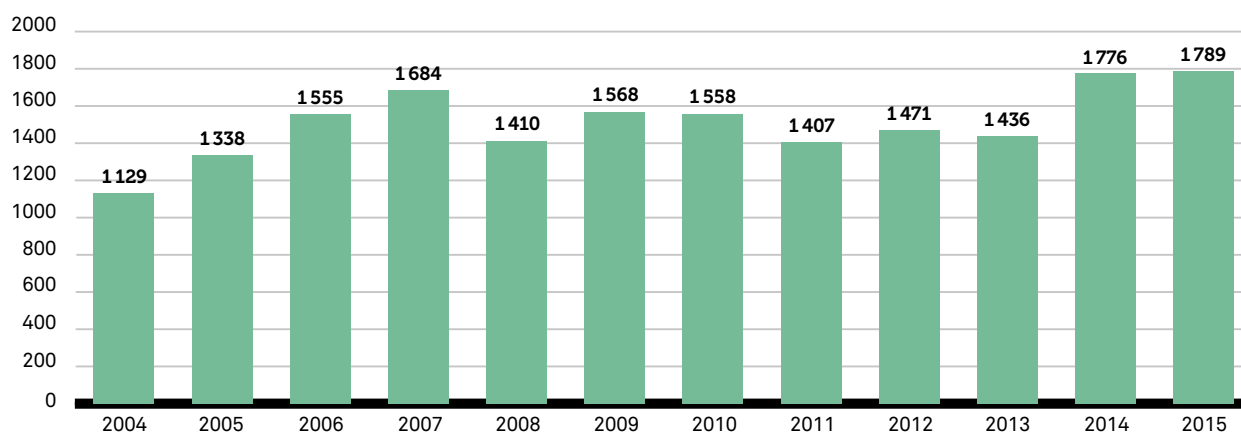
Ces chiffres, présentés en grande masse, montrent le recul du nombre global d'OPC (-2,3 %) sous l'effet des réorganisations de gammes internes, qu'elles se fassent entre produits français ou par fusion au profit de véhicules étrangers, notamment luxembourgeois.

Seuls les FIA hors fonds à vocation générale (FIVG) poursuivent leur progression, que cela soit en encours ou en nombre, avec une très forte progression sur les domaines du capital investissement et de l'immobilier.

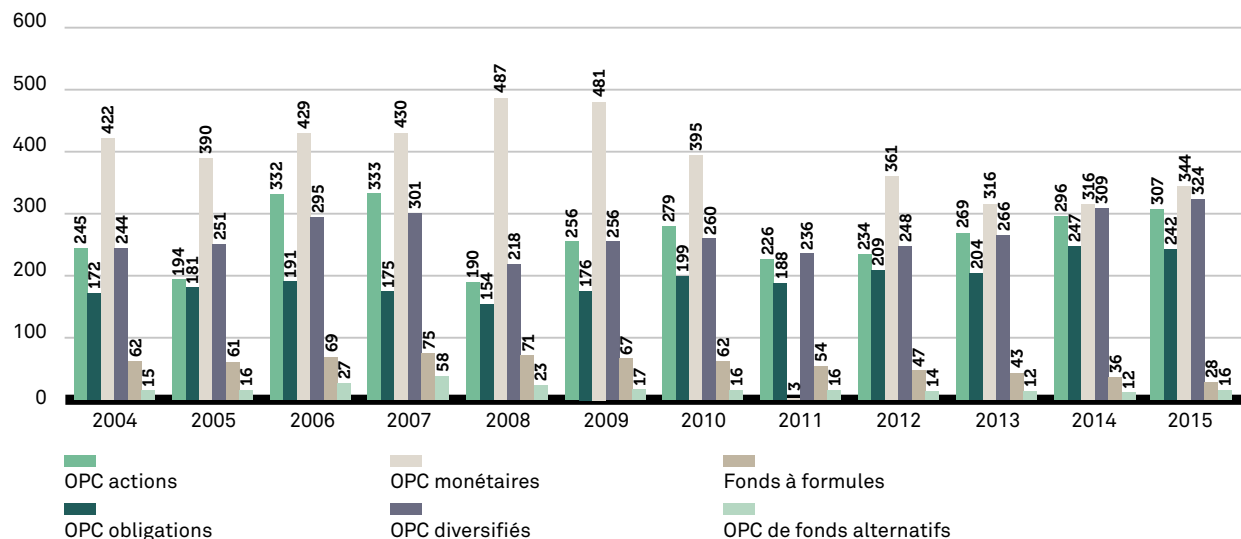
On note par contre que la dynamique de création en matière d'épargne salariale constatée en 2014 ne s'est pas reproduite en 2015. Le nombre de dossiers de créations reste cependant de l'ordre d'une centaine qui ne compense pas les liquidations ou compressions de gamme puisque le nombre global de fonds communs de placement en entreprise (FCPE) diminue légèrement sur l'année (-1,61 %).

Évolution des actifs bruts gérés par les sociétés de gestion (en milliards d'euros et titrisation incluse à partir de 2014)

ENCOURS BRUT DE LA GESTION COLLECTIVE (titrisation comprise à partir de 2014) en milliards d'euros



ÉVOLUTION DES ENCOURS SOUS GESTION COLLECTIVE PAR CATÉGORIE (hors immobilier, titrisation et titres cotés/non cotés de l'épargne salariale)





L'activité et la régulation des infrastructures de marché

A. LES MARCHÉS RÉGLEMENTÉS

1. Les marchés réglementés d'Euronext

À la suite de l'introduction en bourse d'Euronext au mois de juin 2014, 2015 a représenté la première année durant laquelle le groupe n'était plus adossé à un autre acteur boursier.

Dans ce contexte, la gouvernance du groupe a évolué. Le Collège des régulateurs d'Euronext⁵ a ainsi été amené à examiner et valider la candidature de Stéphane Boujnah au poste de directeur général et président du conseil de surveillance du groupe, en remplacement de Dominique Cerutti, et de Ramon Fernandez et Jim Gollan, comme membres du conseil de surveillance du groupe.

En vue de développer son activité ou par volonté d'harmoniser ses procédures de négociation entre ses différents lieux de négociation, Euronext a par ailleurs présenté de nombreux projets à ses régulateurs.

S'agissant des marchés au comptant, le Collège des régulateurs a finalisé une analyse, débutée en 2014, relative à des évolutions du dispositif de coupe-circuit appliqués aux ordres envoyés et exécutés sur Euronext. Les améliorations portaient principalement sur des mécanismes de rejet des ordres, en amont de leur entrée dans le carnet, s'ils venaient à dépasser les montants prédéfinis⁶ et, à la suite de leur entrée en

carnet, s'ils occasionnaient des variations de prix supérieures à celles acceptées par les systèmes d'Euronext.

Les régulateurs d'Euronext se sont également montrés favorables, en mars 2015, à la révision des seuils de réservation des *exchange-traded funds* (ETF), autorisant plus de granularité à ces derniers et donnant ainsi lieu à des transactions sur ETF plus proches des valeurs nettes d'inventaire des fonds.

L'AMF a validé, en juin 2015, les évolutions qu'Euronext a souhaité apporter à son dispositif de négociation à l'attention de la clientèle de détail (*Retail Matching Facility*) afin de le rendre plus compétitif.

À la suite d'une demande formulée par l'AMF, Euronext a modifié, en juillet 2015, les règles d'Euronext Paris et d'Alternext Paris pour faciliter la radiation d'actions à l'initiative de l'émetteur en cas de faible liquidité. Un émetteur peut désormais demander la radiation de ses actions à l'issue d'une offre publique simplifiée, sous certaines conditions.

Les régulateurs ont été également amenés à examiner plusieurs autres sujets, tels que la mise en place d'un horaire aléatoire d'ouverture et de clôture diminuant la prédictibilité des *fixings* d'Euronext, le développement de différents profils d'apporteurs de liquidité sur les valeurs des indices phares nationaux afin d'engager ces acteurs à apporter une liquidité de meilleure qualité, ou encore la détermination de seuils spécifiques aux transactions de taille importante sur le segment des *warrants* et certificats afin de renforcer l'attractivité du service face à celui offert par les plateformes de gré à gré.

S'agissant des marchés de dérivés, la principale modification apportée aux règles de fonctionnement du groupe a consisté en la refonte et en l'harmonisation, entre les différentes places de cotation d'Euronext, des dispositions applicables aux transactions réali-

5. Le Collège des régulateurs du groupe Euronext réunit, outre l'AMF, les autorités de marché belge, britannique, néerlandaise et portugaise.

6. Montants prédéfinis en fonction du type de titres financiers : actions, obligations, warrants et certificats, ETF. Une différence dans les seuils relatifs aux actions a été instaurée en fonction de la liquidité des actions et de leur mode de négociation (en continu ou en *fixings*).

sées en dehors du carnet d'ordres. Ont ainsi été définies trois catégories de transactions hors carnet, toutes réputées effectuées sur les marchés réglementés d'Euronext, à savoir :

- les transactions techniques, qui regroupent les opérations d'échange de base (voir encadré), les *against actuals* et les opérations d'allocation d'actifs,
- les transactions de taille importante ou *Large-in-Scale (LiS) trades*,
- les autres transactions, qui correspondent aux applications et aux contrats à caractéristiques flexibles.

Les opérations échanges de base sont des stratégies dans le cadre desquelles des positions opposées sont prises concomitamment sur un instrument dérivé et son sous-jacent (le principe est le même pour les *against actuals* mais le sous-jacent sera un contrat sur matières premières). Ce type de transactions lie une jambe de la stratégie avec son *hedge*, avec notamment la particularité que les contreparties qui seront parties prenantes au débouclage du *hedge* à maturité seront forcément celles qui avaient initié la transaction d'origine.

L'AMF s'est assurée de l'existence d'un contrôle de prix systématique avant l'enregistrement de ce type de transactions et de la publication post-négociation, immédiate ou différée, selon la taille des transactions. Ces modifications de règles, approuvées en mai 2015 par l'AMF, ont permis le lancement par Euronext en octobre 2015 d'un nouveau service - AtomX - autorisant l'enregistrement sur le marché réglementé, après négociation bilatérale, de contrats dérivés sur actions et indices à caractéristiques flexibles. Cette flexibilité par rapport aux caractéristiques des contrats standardisés porte sur le mode de livraison (comptant ou physique, pour les *futures* et options sur actions), le style d'option (américain ou européen, pour les options sur actions), la date d'échéance (3^e vendredi de chaque mois, critère dont la flexibilité sera davantage développée dans un second temps) et le prix d'exercice (sur les options). Les transactions réalisées via AtomX sont compensées et garanties par LCH.Clearnet SA.

Durant l'année 2015, les régulateurs d'Euronext ont examiné d'autres sujets relatifs aux marchés de dérivés qui sont venus amender les règles harmonisées de l'entreprise de marché ou ses procédures de négociation et leurs annexes. Ont, par exemple, été analysées les modalités de détermination des cours de compensation pour les produits indiciaires, l'extension de l'offre d'accès sponsorisé aux marchés des dérivés d'Euronext, les modalités d'utilisation de la possibilité fournie aux adhérents compensateurs de suspendre les flux des membres de marchés dont ils assurent la compensation (*Kill Switch*), ou encore les modalités de négociation d'applications sur les options sur matières premières.

2. Le marché réglementé Powernext Derivatives

La société Powernext SA, qui a connu d'importantes évolutions en 2014, a vu l'ensemble de ses projets (changement d'actionnaire contrôlant, reprise des activités gaz d'EEX AG, élargissement du périmètre des produits proposés et accroissement du nombre de participants) aboutir début 2015, venant renforcer le positionnement européen de ce marché réglementé sous la marque PEGAS.

PEGAS a ainsi doublé son activité sur le marché réglementé Powernext Derivatives qui offre à la négociation des contrats à terme sur le gaz.

Signe de l'intégration de Powernext SA au sein du groupe EEX, la candidature d'Egbert Laege au poste de directeur général de Powernext SA a été validée par l'AMF en mars 2015.

Powernext SA a continué de développer son activité en offrant à la négociation de nouveaux produits à terme (contrats à terme à livraison physique sur l'Italie) et poursuivi son extension géographique (contrats à terme sur le gaz au Royaume-Uni et en Belgique).

Powernext a souhaité, par ailleurs, développer deux nouveaux segments de produits en dehors de son marché réglementé, les produits *prompts* et les *forwards*, extension de périmètre qui a été validée par l'AMF. Les produits *prompts* sont des contrats à terme à livraison physique sur le gaz, dont l'échéance se situe entre celle des contrats au comptant et celle des contrats à terme usuels, qui compléteront ainsi la gamme des maturités offertes par Powernext. Les *forwards* sont des contrats à terme à livraison

physique sur le gaz similaires aux *futures* négociés sur Powernext Derivatives mais qui seront négociés en dehors du marché réglementé du fait de leurs modalités de négociation discrétionnaires.

B. LES SYSTÈMES MULTILATÉRAUX DE NÉGOCIATION

1. Alternext

L'AMF a approuvé, en février 2015, la demande d'Euronext visant à alléger les obligations qui pesaient sur les entreprises émettant des titres de créance. Les règles d'Alternext ont notamment été modifiées de façon à limiter leur obligation d'information périodique à un rapport financier annuel et à dispenser les émetteurs de titres de créance admis sous forme de placement privé de l'obligation de nommer un *listing sponsor*.

2. MTS France

MTS France a proposé en janvier 2015 de modifier ses règles de fonctionnement afin d'améliorer l'information des participants sur l'application de nouvelles dispositions tarifaires et de prendre en compte les évolutions de règles du comité de marché des spécialistes en valeurs du trésor (SVT). L'AMF s'est prononcée favorablement sur ces demandes de modifications.

C. LA CHAMBRE DE COMPENSATION LCH.CLEARNET SA

LCH.Clearnet SA a souhaité, en 2015, étendre le périmètre de son service de compensation sur les *credit default swaps* (CDS) européens aux CDS portant sur l'indice *Itraxx Europe Senior Financials* ou sur une dette senior émise par une entité financière. L'AMF a approuvé les modifications de règles correspondantes en mai 2015. Cette extension de service s'est accompagnée de la mise en place d'une marge additionnelle spécifique aux nouveaux CDS compensés, visant à couvrir les risques de corrélation (*wrong way risk*) entre ces produits et la qualité de crédit des adhérents compensateurs de la chambre.

Dans le courant de l'année, l'AMF a également approuvé d'autres modifications des règles de fonctionnement de la chambre de compensation. LCH.Clearnet SA a ainsi précisé les règles de gestion des suspens de règlement-livraison concernant les titres de dette souveraine dénoués en Banque nationale de Belgique. La chambre a introduit dans ses règles la possibilité de partager des informations relatives à ses adhérents compensateurs avec l'une de ses sociétés sœurs, la chambre de compensation américaine LCH.Clearnet LLC. Enfin, LCH.Clearnet SA a supprimé de ses règles la restriction relative à l'unicité des agents de règlement sur les produits de taux, qui avait été mise en place pour des raisons techniques mais ne se justifiait plus.

En parallèle de ces évolutions, l'AMF, en lien avec l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et la Banque de France, a examiné plusieurs modifications des modèles de risques de LCH.Clearnet SA, dont certaines ont été considérées comme significatives au regard du règlement EMIR⁷. Ces modifications significatives ont concerné les modalités de calcul de la décote appliquée aux titres reçus en collatéral de la part des adhérents compensateurs, le modèle de marges initiales et de calibration du fonds de défaut sur le segment des *Credit default swaps* (CDS) et la méthodologie de dimensionnement des fonds de défaut sur le segment du comptant et des dérivés listés et le segment des produits de taux. L'ensemble de ces modifications ayant été validées par les autorités françaises et par l'ESMA et ayant donné lieu à une opinion favorable du Collège EMIR⁸ de LCH.Clearnet SA, en ligne avec la procédure prévue dans le règlement EMIR, la chambre a donc été autorisée à les mettre en œuvre.

S'agissant du Collège EMIR de la chambre, il s'est réuni deux fois dans l'année, en juin et en décembre. Ces réunions ont permis aux autorités françaises de partager avec les autres autorités du Collège des régulateurs sur les informations significatives concernant l'activité de la chambre et les mesures de supervision mises en œuvre.

7. Règlement européen n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux.

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

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

Euroclear France, le dépositaire central de titres français, et son système de règlement-livraison de titres ESES France, sont au cœur des évolutions actuelles du post-marché.

L'AMF, la Banque de France et les autorités belges et néerlandaises ont conduit et publié, en septembre 2015, une évaluation des dépositaires centraux de titres français, belge et néerlandais et de la plateforme ESES utilisée par les trois dépositaires centraux⁹. Cette évaluation, réalisée au regard des principes internationaux CPIM-OICV¹⁰, publiés en 2012, pour les infrastructures des marchés financiers, a permis de conclure que les trois dépositaires centraux étaient conformes ou globalement conformes à l'ensemble des recommandations CPIM-OICV applicables.

Euroclear France a, par ailleurs, entamé un projet significatif d'adaptation de ses systèmes d'information et de ses modes opératoires en vue de sa future connexion à la plateforme informatique européenne de règlement-livraison de titres financiers développée par l'Eurosystem, Target 2 Securities (T2S). Malgré les moyens déployés, Euroclear France a annoncé le 30 octobre 2015 ne pas être en mesure de réaliser sa migration vers T2S dans des conditions satisfaisantes le 28 mars 2016, comme prévu initialement, et a donc proposé de reporter sa migration au 12 septembre 2016. Cette nouvelle date reste néanmoins à confirmer et devra être validée, a priori courant mars 2016, par les instances de gouvernance de T2S et le conseil des gouverneurs de la BCE. Ce projet majeur fait l'objet d'un suivi étroit de la part de l'AMF, de la Banque de France et des autorités compé-

tentes des dépositaires centraux belge et néerlandais qui ont reporté leur date de migration à T2S dans les mêmes conditions que le dépositaire central français.

E. LA TRANSPOSITION DU RÈGLEMENT CSDR

Le règlement européen n° 909/2014 du 23 juillet 2014 concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres (CSDR) a été publié au Journal officiel de l'Union européenne du 28 août 2014. Les services de l'AMF ont pris une part active à la rédaction des avis techniques et des normes techniques prévus par le règlement dans le cadre de groupes de travail de l'ESMA. Ces avis et normes devront être approuvés par la Commission européenne et faire l'objet d'une non-objection par le Parlement européen et le Conseil, avant d'être publiés au Journal officiel de l'Union européenne.

Par ailleurs, certaines dispositions de CSDR ont nécessité en France des modifications du code monétaire et financier. Elles ont été prises en compte par ordonnance¹¹ à la préparation de laquelle l'AMF a contribué. Cette ordonnance prévoit :

- qu'il reviendra à l'AMF le soin d'agréer les dépositaires centraux de titres français, après consultation de la Banque de France ;
- que le champ des personnes autorisées à participer aux systèmes de règlement et de livraison d'instruments financiers et aux chambres de compensation est élargi ;
- que l'AMF a désormais la possibilité de désigner un administrateur provisoire auprès d'un dépositaire central de titres en cas de défaillance de celui-ci.

L'ordonnance adapte par ailleurs les dispositions relatives au règlement-livraison de transactions sur titres en T+2.

L'AMF et de la Banque de France ont, en parallèle, initié des échanges avec Euroclear France, en vue de l'agrément de ce dernier au titre de CSDR, agrément qui devra être délivré dans un délai d'un an après la parution des normes techniques de CSDR.

9. Euroclear Belgique, Euroclear France et Euroclear Pays-Bas exploitent une plate-forme de règlement intégrée commune dénommée ESES (Euroclear Settlement of Euronext-zone Securities) et sont soumis à la supervision et à la surveillance de leurs autorités nationales compétentes.

10. Les principes CPIM-OICV définissent des normes applicables aux infrastructures de marché et ont été établis par le Comité sur les paiements et les infrastructures de marché (CPIM), qui est l'organe de la Banque des règlements internationaux (BRI) chargé de la définition de normes pour les infrastructures des marchés financiers et par l'OICV, qui est l'organe regroupant au niveau mondial les autorités des marchés financiers. CPIM et OICV édictent et promeuvent des normes internationales applicables au secteur financier.

11. Ordonnance n° 2015-1686 du 17 décembre 2015 relative aux systèmes de règlement et de livraison d'instruments financiers et aux dépositaires centraux de titres, parue au Journal officiel du 18 décembre 2015.



Les opérations et l'information financières

L'activité sur les marchés primaires est restée dynamique en 2015 malgré la dégradation de l'environnement macro-financier en fin d'année.

Les émissions d'actions ont continué de croître à un rythme soutenu en 2015, avec des volumes en hausse de 25 % par rapport à 2014 en Europe comme au niveau mondial. Des disparités ont toutefois été perceptibles selon le segment de marché et la zone géographique considérés.

Ainsi, alors que l'activité sur le marché des introductions en bourse a fortement ralenti aux États-Unis, elle est restée globalement soutenue en Europe en dépit d'un infléchissement sensible au second semestre en lien avec des conditions de marchés moins favorables. Sur l'ensemble de l'année, les montants levés sur les places européennes ont avoisiné 60 milliards d'euros (en hausse de près de 20 % sur un an), dont 5,3 milliards à Paris, la moitié sous forme d'émissions d'actions nouvelles.

Pour leur part, les émissions d'actions par les sociétés cotées sont apparues particulièrement vigoureuses en 2015. Les montants des augmentations de capital se sont ainsi inscrits en très nette hausse dans la plupart des zones géographiques, soit +25 % en Europe (à 115 milliards d'euros) et +36 % aux États-Unis. Ce mouvement s'explique en partie par le dynamisme du marché des fusions et acquisitions, sur lequel les volumes des opérations ont atteint dans le monde un niveau historiquement élevé à près de 4 000 milliards d'euros, soit un quasi-doublement par rapport à 2014. Fait notable, la taille des opérations s'est sensiblement accrue cette année encore, comme l'illustre l'annonce de plusieurs méga-fusions, à l'exemple du mariage annoncé de l'Américain Pfizer avec l'Irlandais Allergan dans le secteur pharmaceutique pour un montant de 160 milliards de dollars (soit la deuxième opération de tous les temps après le rachat de Mannesmann par Vodafone en 1999).

Le dynamisme des opérations de croissance externe, conjugué au maintien de conditions de financement à des niveaux historiquement faibles a également contribué à soutenir les émissions obligataires privées. Ces dernières, bien qu'en légère baisse, se sont maintenues à des niveaux très élevés, à plus de 4 000 milliards d'euros au niveau mondial. Le repli des volumes observé est imputable au segment du *high yield*, sur lequel les émissions ont chuté de 25 % et les primes de risque de défaut ont été fortement réévaluées en Europe comme aux États-Unis.

A. LES ÉMISSIONS DE TITRES DE CAPITAL OU DONNANT ACCÈS AU CAPITAL

1. Bilan du nouveau dispositif des introductions en bourse

En 2015, 5,3 milliards d'euros ont été placés à l'occasion d'introductions en bourse en France, contre 4,3 milliards d'euros en 2014. Sur les 39 visas d'introductions en bourse donnés par l'AMF en 2015, 28 opérations ont été réalisées dans le cadre d'une offre au public dont 15 sur le marché réglementé Euronext et 13 sur Alternext. Les opérations les plus significatives sont celles d'Amundi, Spie, Europcar et Elis¹².

Un groupe de travail sur les introductions en bourse lancé en mars 2014 et présidé par Monique Cohen et Jean-Pierre Hellebuyck a émis des propositions afin d'offrir un cadre plus flexible pour les règles d'introduction en bourse. Ces propositions ont été reprises par l'AMF dans une nouvelle position-recommandation (DOC-2005-02) publiée le 21 janvier 2015.

Ces nouvelles mesures ont conduit à une évolution des pratiques en 2015.

12. Parmi les autres opérations, on notera les introductions en bourse de Holcim et Ares à la suite des OPE sur Lafarge et Stallergène.



MARTINE CHARBONNIER
secrétaire générale adjointe,
Direction des émetteurs et des affaires comptables

“ Le nouveau cadre des introductions en bourse avait pour objectif de renforcer l’attractivité de la Place de Paris en termes de nouvelles cotations. Notre première évaluation des mesures mises en place en janvier 2015 s’est révélée très positive : la majorité des acteurs ont eu recours à la flexibilité offerte par ces nouvelles dispositions. Par ailleurs, comme les professionnels, les particuliers ont pu bénéficier de la possibilité de révoquer leurs ordres à tout moment jusqu’à la clôture de l’offre. ”

La tranche à destination des investisseurs particuliers

L’obligation pour les émetteurs de prévoir, à l’occasion d’une introduction en bourse, une offre au public de titres destinée aux particuliers a été maintenue¹³. Le prestataire chef de file doit s’attacher à éviter un déséquilibre manifeste, aux dépens des investisseurs particuliers, entre le service de la demande des particuliers et le service de la demande des investisseurs institutionnels. Il doit faire ses meilleurs efforts pour répondre de façon significative aux demandes formulées par les investisseurs personnes physiques. Cet objectif est réputé atteint dès lors qu’est prévue une procédure centralisée par l’entreprise de marché et caractérisée par une allocation proportionnelle des demandes formulées et que, par cette procédure, 10 % au moins du montant global de l’opération sont accessibles aux investisseurs particuliers.

Cette obligation de moyen a été bien respectée sur l’année écoulée. L’AMF observe cependant que l’application de cette règle peut conduire à un poids prépondérant des investisseurs particuliers par rapport aux investisseurs institutionnels lors d’opérations n’ayant pas suscité autant d’intérêt de la part des investisseurs institutionnels ou dont la taille réduite ne permet pas aux fonds d’investir. Ainsi, l’AMF relève que pour sept introductions parmi celles réalisées en 2015, les investisseurs particuliers représentaient plus du quart des investisseurs totaux.

La flexibilité des règles d’encadrement du prix

Depuis la mise en œuvre du nouveau cadre, une nouvelle souplesse a été offerte dans la fixation du prix. Il est désormais possible, soit d’élargir l’amplitude de la fourchette de prix présentée dans le prospectus à 15 % autour d’un prix pivot (contre 10 % antérieurement), soit d’indiquer un prix maximum, sans indication de prix minimum. Dans ce dernier cas, au plus tard trois jours de bourse avant la clôture de l’offre, une information sur une fourchette de prix d’au maximum plus ou moins 15 % autour d’un prix pivot doit être communiquée au marché.

Parmi les 27 introductions réalisées par offre au public en 2015 depuis le 21 janvier :

- 8 opérations ont été lancées sur la base d’une fourchette indicative de prix inférieure ou égale à plus ou moins 10 % ;
- 17 sociétés ont utilisé la souplesse désormais offerte de lancer l’opération sur la base d’une fourchette élargie inférieure ou égale à plus ou moins 15 % ;
- enfin, 2 sociétés ont fait le choix :
 - de lancer leur opération d’introduction en bourse sur la base d’une fourchette de prix initiale élargie de, respectivement, plus ou moins 22,6 % et 27,5 % autour d’un prix pivot ;
 - puis de resserrer à un maximum de plus ou moins 15 % cette fourchette indicative 3 jours avant la date de clôture de l’opération.

Ainsi, la souplesse offerte dans la fixation du prix a été mise en œuvre dans 70 % des introductions en bourse de l’année 2015.

13. Article 315-35 du règlement général de l’AMF.

Les critères d'appréciation de la fourchette de prix

S'agissant de la présentation dans le prospectus des critères d'appréciation de la fourchette de prix et des modalités de détermination du prix définitif, l'AMF a accepté que les émetteurs puissent, en application du règlement Prospectus, indiquer que le prix de l'introduction en bourse résulterait de l'issue de la procédure dite de constitution d'un livre d'ordres. En 2015, à l'exception de deux sociétés qui avaient fait le choix de présenter des critères d'appréciation, la plupart des prospectus ne donnent plus d'éléments d'information permettant aux investisseurs d'appréhender la fourchette de prix proposée.

La révocabilité des ordres dans l'offre à prix ouvert destinée aux particuliers

Pour assurer un traitement équitable des particuliers et des professionnels, l'AMF a émis une recommandation à l'intention des banques de réseau afin de permettre aux particuliers de révoquer leurs ordres à tout moment jusqu'à la clôture de l'offre¹⁴.

Cette révocabilité est devenue effective dès la fin du 1^{er} trimestre 2015 s'agissant des ordres passés par internet. Parallèlement, les réseaux ont fait leurs « meilleurs efforts » pour étendre cette révocabilité aux autres canaux de distribution.

Il est ainsi désormais précisé dans les prospectus visés, leurs résumés, les communiqués de presse de lancement des opérations et les bulletins de souscription, que « les ordres de souscriptions passés par internet dans le cadre de l'OPO [sont] révocables, par internet, jusqu'à la clôture de l'OPO [...] » et qu'« il appartient aux investisseurs [particuliers] de se rapprocher de leur intermédiaire financier afin de vérifier, d'une part, les modalités de révocation des ordres passés par internet et, d'autre part, si les ordres transmis par d'autres canaux sont révocables et dans quelles conditions ».

14. Ces évolutions ont notamment été rendues possibles à l'initiative du Groupe AFTI Conservation. L'AFTI est l'Association française des professionnels des titres.

L'accès des analystes des banques du syndicat aux informations en amont de la publication de la documentation visée par l'AMF

Sur la base des recommandations du groupe de travail, l'AMF a autorisé qu'une première réunion réservée aux analystes des membres du syndicat bancaire puisse être tenue en amont de l'annonce du projet d'introduction, et donc de l'enregistrement du document de base¹⁵, sous condition d'engagement de confidentialité et en respectant les procédures de « murailles de Chine »¹⁶.

En pratique, cette nouvelle proposition était déjà mise en œuvre dans certains cas, principalement pour les introductions de petites sociétés puisque, en l'absence de titres déjà cotés, cette approche ne contrevenait pas aux dispositions du règlement général de l'AMF. La nouvelle proposition s'attache finalement à mettre en cohérence les principes avec la réalité, et a vocation à ouvrir cette possibilité à toutes les sociétés.

Sur l'année, quinze sociétés ont organisé une réunion formelle en amont de l'enregistrement du document de base. Au final, toutes les introductions significatives de l'année 2015 ont utilisé cette possibilité. Ce dispositif a permis aux analystes du syndicat de disposer de plus de temps pour préparer leurs rapports en amont, et approfondir leur analyse. Ce dispositif a ainsi permis une publication des notes de recherche dans les 48 heures suivant la publication du document de base enregistré. L'objectif poursuivi était d'optimiser le calendrier de lancement de l'opération et la période dite « d'éducation des investisseurs », ce qui est important dans un contexte de marché volatil. L'AMF constate, cependant, que le délai d'au moins trois semaines qui prévalait précédemment entre la date d'enregistrement du document de base et le lancement de l'opération n'a été que partiellement réduit (2 opérations présentent ainsi un délai de deux semaines entre le document de base et le visa sur la note d'opération).

15. Ou, alternativement, du visa par l'AMF sur le prospectus dans le cas d'une documentation d'IPO reposant sur un prospectus unique.

16. De plus, l'AMF précise notamment que, lorsque les analystes du syndicat ont accès en amont à l'information, le mode opératoire retenu doit être transparent et qu'une seconde information est nécessaire, après l'enregistrement du document de base (alternativement le visa sur le prospectus en cas de documentation reposant sur un prospectus unique), dédiée à tous les analystes de la place susceptibles d'être intéressés, et leur permettant ainsi de bénéficier d'un échange approfondi avec les dirigeants, étant rappelé que cette présentation ne peut en aucun cas contenir moins d'informations que la première.

L'AMF rappelle que cette évolution nécessite que :

- la documentation (projet de prospectus) soit suffisamment avancée pour permettre la tenue de cette réunion pendant la revue du document de base par l'AMF (en particulier la stratégie, les comptes, la présentation des comptes et les rubriques « tendances » et « prévisions ») ;
- la présentation aux analystes soit finalisée.

En pratique, l'AMF constate que quelques documents de base déposés auprès d'elle ont dû être complétés en cours d'instruction d'éléments significatifs alors que la présentation aux analystes s'était déjà tenue. Par ailleurs, les supports de présentation aux analystes ont pu être finalisés parfois dans un calendrier très tendu.

La langue du prospectus

Afin d'améliorer la compétitivité de la Place de Paris et à l'instar de ses homologues européens, la réglementation permet désormais aux sociétés d'établir un prospectus d'introduction en anglais. En 2015, deux projets d'introduction se sont appuyés sur une documentation en anglais.

L'AMF recommande que le choix de la langue soit cohérent dans la durée, et avec la stratégie actionnariale mise en place par la société. Ainsi, l'AMF a sensibilisé les sociétés désireuses de viser un large public de particuliers français sur la nécessité de privilégier un prospectus intégralement rédigé en français. Dans cet esprit, l'AMF a demandé que deux prospectus, initialement prévus en anglais, soient rédigés en langue française considérant que les deux sociétés évoluaient chacune dans un écosystème résolument domestique.

2. Le point sur le calcul de la valeur théorique du droit préférentiel de souscription

Si la valorisation du droit préférentiel de souscription (DPS) ne pose pas de difficulté lors de l'émission d'actions simples, l'AMF a constaté qu'il n'en était pas de même en cas d'émission de titres complexes ou hybrides. Elle souhaite donc apporter quelques précisions sur le sujet.

Seulement 4 milliards d'euros ont été émis en 2015 en actions et titres donnant accès au capital de sociétés déjà cotées, contre 14 milliards d'euros en 2014. Environ 3 milliards d'euros ont été levés dans le cadre d'émissions réalisées en tout ou partie avec droit préférentiel de souscription ou mise en place d'un délai de priorité.

Les augmentations de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription permettent d'aménager une décote parfois importante par rapport au cours de bourse, rendant le prix des actions nouvelles éventuellement plus attractif, tout en maintenant le droit des anciens actionnaires. En effet, la cession du DPS par un actionnaire qui ne souhaite pas suivre une émission de titres lui permet de récupérer en numéraire la perte de valeur de ses actions consécutive à cette émission. A contrario, un investisseur qui doit acheter des DPS pour souscrire à l'émission aura un prix de revient de ses titres égal à la valeur de l'action ex-droit.

Dans le cadre du lancement de l'opération, et afin d'éclairer les actionnaires qui négocieront leurs droits sur le marché, la valeur théorique du DPS est présentée. Elle est égale à la différence entre le cours théorique de l'action ex-droit et le cours de l'action avant l'émission. La valeur du DPS est calculée à partir de données connues : le cours de l'action au moment du lancement de l'émission, la quotité d'émission et le prix d'émission. Le cours de l'action avant l'émission correspond au dernier cours connu au moment de la finalisation du prospectus. Dans certains cas particuliers, notamment liés à de faibles liquidités sur le cours d'une action, ou à l'annonce de l'opération avant son lancement, la référence au dernier cours n'est pas la seule pertinente. Il peut alors être envisagé de retenir pour le calcul du DPS un cours de l'action avant émission qui est différent. Il convient dans ce cas de donner une information sur les deux calculs de DPS, en expliquant pourquoi l'émetteur considère un des résultats plus pertinent que l'autre et notamment au regard de la décote éventuelle.

S'agissant des émissions d'actions à bons de souscription d'actions (ABSA), la valeur du DPS est plus difficile à déterminer car seul le prix d'émission de l'ABSA est connu et pas celui de l'action nouvelle indépendamment du BSA qui lui est attaché. Ce n'est pas sans impact sur le marché des droits puisque plus la valeur du bon est élevée, plus le prix d'émission de l'action est faible, donc plus la valeur de l'action ex-droit est faible et la valeur du DPS est élevée. L'évaluation de l'action ex-droit et du bon doivent donc être précisément présentées et étayées avec les hypothèses sous-jacentes. La valeur d'un BSA est fonction d'un certain nombre de paramètres dont les trois plus influents sont la valeur de l'action ex-droit, la volatilité du sous-jacent, et la maturité du bon. Pour la détermination de la valeur de l'action ex-droit, il s'agit d'un travail itératif

Illustration du calcul de la valeur théorique d'un DPS dans le cas d'une émission d'actions puis dans le cas d'une émission d'ABSA

Soit une société au capital de 3 000 000 euros divisé en 300 000 actions d'une valeur nominale de 10 euros et possédant des réserves et des plus-values latentes évaluées à 1 500 000 euros.

La valeur théorique de chaque action est de 15 euros :

$$(3\,000\,000 + 1\,500\,000) / 300\,000 = 15 \text{ €}$$

Si cette société augmente son capital de 2 000 000 euros par création de 200 000 actions nouvelles d'une valeur nominale de 10 euros émises au pair, la valeur de chaque action après l'augmentation de capital sera de 13 euros :

$$(3\,000\,000 + 1\,500\,000 + 2\,000\,000) / (300\,000 + 200\,000) = 13 \text{ €}.$$

La valeur théorique du droit de souscription est alors de 2 euros :

$$15 - 13 = 2 \text{ €}.$$

3 DPS donnent droit à 2 actions nouvelles.

Si cette société augmente son capital de 2 000 000 euros par émission de 200 000 actions au prix de 10 euros, avec des BSA dont le prix d'exercice est de 15 euros et la parité d'exercice est de 5 BSA pour souscrire 1 action et d'une durée de 5 ans (en prenant pour hypothèse que la volatilité de l'action est de 50 %, le taux sans risque de 0,10 % et le taux de dividende nul), la valeur de chaque action après l'augmentation de capital sera calculée de la manière suivante.

1. En premier lieu, il convient de partir de l'estimation de la valeur théorique des actions nouvelles en considérant dans un premier temps que le BSA n'a pas de valeur et que le prix d'émission des ABSA est égal au prix d'émission de l'action (10 euros), soit tel que calculé ci-dessus : 13 euros.
2. En second lieu, on estime la valeur du BSA sur la base de cette valeur des actions nouvelles de 13 euros et des différents paramètres du BSA présentés précédemment. La valeur du BSA ressort à 0,99 euro. Le prix d'émission de l'action nouvelle est alors revu à 9,01 euros, d'où une part de l'augmentation de capital qui revient aux actionnaires de 1 802 000 (2 000 000 - (0,99 * 200 000)) au lieu de 2 000 000, soit une valeur de l'action nouvelle de 12,60 euros :

$$(3\,000\,000 + 1\,500\,000 + 1\,802\,000) / (300\,000 + 200\,000) = 12,60 \text{ €}.$$

3. En dernier lieu, il faut poursuivre l'itération : une valeur de l'action nouvelle de 12,60 euros signifie une valeur du BSA de 0,94 euro*, d'où une valeur de l'action nouvelle à 12,62 euros, qui laisse une valeur du BSA de 0,94 euro (la variation de valeur est à présent inférieure au centime).

Il est alors possible de calculer la valeur du DPS sur la base d'une valeur de l'action ex-droit à 12,62 euros : soit une valeur théorique du DPS de 2,38 euros :

$$15 \text{ €} - 12,62 \text{ €} = 2,38 \text{ €}.$$

Compte-tenu de l'incertitude qui pèse sur le niveau de volatilité à retenir pour évaluer les BSA, il peut être utile de reproduire le schéma itératif précédent avec plusieurs hypothèses de volatilité et de donner sous forme de tableau les valeurs calculées des DPS obtenues pour chaque niveau de volatilité retenu.

* Sur la base d'une valorisation effectuée selon un modèle de type Black&Scholes en fonction des paramètres retenus de prix d'exercice, de volatilité, etc.

puisque sa valeur dépend du prix d'émission de l'action nouvelle, non connu et est également fonction de la valeur du BSA, elle-même fonction de la valeur de l'action ex-droit.

Pour réaliser une estimation de la valeur du DPS, il est possible de procéder par étape. Tout d'abord, une première étape de calcul du cours théorique de l'action ex-droit est faite en considérant que le BSA n'a pas de valeur et que le prix d'émission de l'action est égal au prix d'émission de l'ABSA. Il faut ensuite estimer la valeur du (ou des) BSA attaché(s) à chaque action nouvelle sur la base de cette première approximation du cours de l'action ex-droit. En procédant ainsi par calculs itératifs, il est possible d'avoir une estimation de la valeur du bon donc du prix d'émission de l'action et ainsi de la valeur de l'action ex-droit, permettant alors de déduire la valeur du DPS. Sur la base des évaluations obtenues, la ou les valeurs de l'action ex-droit, retraitée de la valeur du (ou des) bon(s) attachés, devra être clairement indiquée au lancement de l'opération. Compte-tenu de l'incertitude qui pèse sur le niveau de volatilité à retenir pour évaluer les BSA, il peut être utile de reproduire le schéma itératif précédent avec plusieurs hypothèses de volatilité et de donner sous forme de tableau les valeurs calculées des DPS obtenues pour chaque niveau de volatilité retenu.

Le DPS offre la possibilité aux sociétés d'émettre avec de fortes décotes. Celles-ci peuvent être extériorisées en rapportant au cours de l'action avant le lancement de l'émission soit le prix d'émission de l'action soit le cours de l'action ex-droit (méthode dite TERP : *Theoretical Ex-Rights Price*). Cette dernière méthode présente l'avantage de rendre plus aisément comparables les différentes émissions avec maintien du DPS en ce qu'elle retraite l'effet « mécanique » de la dilution liée à l'émission de titres nouveaux, mais minimise la véritable décote, d'où l'intérêt de présenter les deux méthodes de calcul.

3. Le cas particulier des émissions d'obligations donnant accès au capital utilisées comme ligne de financement

Les émissions de titres donnant accès au capital sont toujours nombreuses. À la différence de l'an dernier, et à l'exception de l'émission d'Unibail Rodamco, elles ont surtout concerné des sociétés de taille moyenne.

En 2015, certaines sociétés du secteur des nouvelles technologies ou encore de la biotechnologie ont eu recours à des sources de financement innovantes, sous la forme d'OCABSA (obligations convertibles auxquelles sont attachés des bons de souscription d'action).

Sous une terminologie commune, ces instruments peuvent recouvrir des caractéristiques très différentes. Le profil financier de l'OCABSA doit s'analyser au regard des paramètres du produit tels que la maturité de l'obligation et des bons, des modalités de conversion de l'obligation convertible et d'exercice des BSA en actions. Ces obligations sont émises le plus souvent au profit d'investisseurs qualifiés, avec une dilution potentielle cumulée des anciens actionnaires de l'ordre de 10 à 20 %.

Compte tenu de la complexité du produit et du niveau de dilution induit, l'information du marché revêt une importance toute particulière. Les émetteurs peuvent, à cet égard, s'appuyer sur les dispositions de la position DOC-2013-03 relative à la communication des sociétés lors de l'émission de titres de capital ou donnant accès au capital ne donnant pas lieu à la publication d'un prospectus soumis au visa de l'AMF.

Cependant, dans le cas où l'OCABSA s'apparente à un instrument de financement en fonds propres de type *equity lines*, la communication faite au marché doit être adaptée en cohérence avec les caractéristiques du produit. L'émission est réalisée par tranche auprès d'un souscripteur qui a vocation à utiliser rapidement le marché pour vendre les titres après conversion des obligations. La maturité de l'obligation est courte, le prix de conversion des obligations est fixé avec une décote par rapport au cours de bourse et/ou variable en fonction de l'évolution du cours, et enfin le prix d'exercice du BSA est variable.

La communication réalisée auprès du marché suit alors les principes édictés par la position-recommandation DOC-2012-08 relative aux PACEO ou « *equity lines* » et se décline en trois temps :

- l'information mise à disposition des actionnaires en amont de l'assemblée générale (l'émetteur doit préciser par voie de communiqué le contenu et l'objectif de la résolution proposée au vote, voire rédiger un prospectus) ;
- lors de la conclusion d'un contrat d'*equity lines*, l'émetteur informe le marché par voie de communiqué de la conclusion de ce contrat, et de ses principales caractéristiques (fondement juridique de

l'émission, modalités de détermination du prix et la volumétrie des tirages, durée du programme, montant maximum de l'émission, dilution) ainsi que des objectifs de celui-ci au regard de la situation financière récente de l'émetteur ;

- l'information en cours d'exécution du programme (montant du ou des tirages, prix d'émission, nombre de titres émis, dilution).

4. Les mécanismes anti-dilutifs proposés à l'occasion des restructurations financières : l'exemple Euro Disney

Les opérations de restructuration génèrent souvent une dilution importante pour les actionnaires minoritaires, dilution parfois compensée par des mécanismes anti-dilutifs tels une attribution gratuite de bons de souscription d'actions ou l'octroi d'un droit d'acquisition d'actions. Deux opérations de restructuration importantes ont été réalisées en 2015 : Latécoère et Euro Disney SCA.

Dans le cadre de l'opération de restructuration et de réduction de l'endettement de la société Euro Disney SCA, les actionnaires minoritaires se sont vus offrir la possibilité de réduire la dilution qu'ils subissaient du fait de la réalisation d'augmentations de capital réservées. Cette possibilité offerte aux actionnaires minoritaires nécessitait néanmoins de leur part un investissement conséquent inhérent à la taille de l'opération.

L'objectif poursuivi par la société Euro Disney SCA était de donner l'opportunité à tous les actionnaires de participer à sa restructuration aux côtés de l'actionnaire principal, The Walt Disney Company, en investissant aux mêmes conditions de prix que celles des augmentations de capital réservées.

Le 6 octobre 2014 la société a annoncé une proposition globale de recapitalisation et de réduction de l'endettement du groupe.

À la suite de trois augmentations de capital successives – une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription à titre irréductible, par nature ouverte à tous les actionnaires et portant sur environ 350 millions d'actions au prix unitaire de 1 euro et deux augmentations de capital réservées aux sociétés sœurs du principal actionnaire de l'émetteur, (EDL Holding), souscrites par compensation de créances portant sur environ 394 millions d'actions au prix unitaire de 1,25 euro – la participation indirecte de

la société The Walt Disney Company est passée de 39,8 % à 72,3 % du capital et des droits de vote de l'émetteur engendrant une obligation de déposer un projet d'offre publique.

Au terme de cette offre, les initiateurs EDL Holding et les deux réservataires, tous contrôlés par The Walt Disney Company, détenaient 82,15 % du capital et des droits de vote d'Euro Disney SCA.

Dans ce cadre, l'émetteur a offert à ses actionnaires minoritaires la possibilité d'exercer, dans certaines conditions, un droit d'acquisition d'actions (DAA) pour compenser l'effet dilutif induit par les augmentations de capital réservées. En effet, un actionnaire détenant 10 % du capital de la société avant la réalisation des trois augmentations de capital voyait sa participation réduite à 5 % en cas de souscription à l'augmentation de capital avec droit préférentiel de souscription et à 0,5 % en cas d'absence de souscription à celle-ci.

Les modalités d'attribution et les caractéristiques de ces droits qui n'étaient ni négociables, ni cessibles, ni transférables ont été décrites dans le prospectus visé par l'AMF à l'occasion de la restructuration¹⁷.

Calculés au prorata de la participation de chaque actionnaire dans la société, ils permettaient d'acquérir, au prix de 1,25 euro par action, des actions Euro Disney SCA souscrites par les réservataires. À l'issue de leur période d'exercice d'un mois environ, les droits d'acquisition d'actions qui n'avaient pas été exercés devenaient caducs de plein droit sans indemnité.

À l'issue de la mise en œuvre de ce mécanisme, EDL Holding et les deux réservataires détenaient 76,71 % du capital et des droits de vote de la société.

5. Les pouvoirs de l'AMF sur les communications à caractère promotionnel

Les articles 212-28 et 212-29 du règlement général de l'AMF définissent le contenu et les modalités de diffusion des communications à caractère promotionnel faites à l'occasion d'une offre au public ou d'une admission de titres financiers aux négociations sur un marché réglementé.

17. Visa n° 15-021 en date du 14 janvier 2015.

Ces communications doivent être systématiquement transmises à l'AMF préalablement à leur diffusion. Leur contenu ne doit pas comporter des indications fausses ou de nature à induire en erreur et doit être cohérent avec les informations figurant dans le prospectus.

En 2015, l'AMF a constaté, lors de la période de souscription d'une augmentation de capital réalisée par la voie d'une offre au public soumise au visa de l'AMF, la diffusion de documents commerciaux (site internet de l'émetteur et bannière publicitaire) qui ne lui avaient pas été transmis préalablement. Ces documents mentionnaient des informations non cohérentes avec celles contenues dans le prospectus. L'AMF a donc rappelé l'émetteur à ses obligations avec lesquelles celui-ci s'est finalement mis en conformité.

Face à l'inflation des moyens de communication, l'AMF rappelle que l'exhaustivité des supports de communications, que l'information soit diffusée oralement ou par écrit (maquette de site internet, bannière digitale...), doit lui être transmise préalablement à leur diffusion et ceci en amont du visa ou durant la durée de la période de souscription.

Si l'émetteur ne s'y conforme pas, il est rappelé que l'article L. 621-8-2 du même code dispose que l'AMF peut « interdire ou suspendre pendant dix jours de bourse les communications à caractère promotionnel lorsqu'elle a des motifs raisonnables de soupçonner qu'elles sont contraires aux dispositions prévues ».

B. LE FINANCEMENT PAR LA DETTE

L'année 2015 a été marquée par un marché primaire obligataire toujours dynamique pour la Place de Paris même si les volumes d'émission sont inférieurs à ceux de 2014 pour les émetteurs *corporate* (hors secteur financier). Les volumes émis en euros par les entreprises françaises sont ainsi passés de 69 milliards d'euros en 2014 à 54 milliards d'euros en 2015¹⁸. Ces dernières se sont également montrées actives sur les marchés obligataires en devises étrangères (principalement dollar et livre sterling).

18. Source : Dealogic.

De nombreux émetteurs *corporate* français ont par ailleurs bénéficié des bonnes conditions de marché pour procéder, en parallèle de leurs nouvelles émissions de dette, à des opérations d'échange ou de rachat de leurs souches obligataires existantes, pour optimiser leur bilan.

Du côté des sociétés financières, le recours au marché obligataire est lié au mouvement de renforcement des fonds propres (à travers les émissions dites de dette hybride), à la diversification des sources de financement et du bassin d'investisseurs (émissions sur plusieurs marchés et en différentes devises) et à l'allongement de la maturité de leur dette. Cette attractivité pour le marché obligataire a été renforcée par la politique monétaire accommodante de la BCE.

1. La poursuite du développement des placements privés obligataires cotés (dont les Euro PP)

Le financement désintermédié s'est poursuivi en 2015 chez les émetteurs *corporate* français mais à un rythme moins soutenu qu'en 2014. Le marché des placements privés obligataires en euro a continué à représenter un vecteur essentiel de cette désintermédiation avec une présence toujours importante des émetteurs cotés de taille significative (compartiment A d'Euronext Paris) mais aussi d'émetteurs non cotés, en particulier à travers leurs *holdings*.

Les raisons de ces émissions demeurent la recherche d'une sécurisation de la liquidité et un besoin de diversification des sources de financement dans un contexte de taux toujours aussi porteur, en dépit des soubresauts de marché au cours de 2015.

Parmi les émetteurs cotés, ces opérations ont été majoritairement conduites par :

- des émetteurs français de taille significative tels que Wendel, Icade, Accor, Pernod Ricard, Bolloré, Aéroport de Paris, Mercialis, Havas, etc. ;
- des émetteurs français ayant choisi de revenir sur la Place de Paris pour la cotation de leurs obligations comme Rémy Cointreau, Edenred, Atos, SAGESS ou Legrand.

Par ailleurs, certains placements privés obligataires ont continué à prendre la forme d'Euro PP qui permettent aux PME-ETI qui n'ont pas accès, à ce jour, aux marchés obligataires internationaux conçus pour des grandes entreprises notées, d'avoir accès au

financement obligataire. Les volumes d'émission ont néanmoins baissé par rapport à 2014 (2,8 milliards d'euros contre 3,6 milliards d'euros en 2014). Cela est dû notamment à des tailles d'émission en moyenne plus faibles qu'en 2014 et à la présence d'émetteurs de plus petite taille.

L'année 2015 a également été marquée par :

- une hausse sensible du poids des Euro PP non cotés par rapport à l'ensemble des Euro PP, qui est passé de 23 % en 2014 à 43 % en 2015 ; et
- une hausse également importante d'émissions issues d'émetteurs cotés sur des marchés non réglementés passant de 16 % en 2014 à 26 % en 2015 (sur le nombre total d'émissions d'Euro PP).

Parmi les émetteurs non cotés, Vinci Park, à travers sa *holding* de contrôle Infrafoch, a procédé en mai 2015 à une émission assimilable de 200 millions d'euros venant ainsi abonder la souche initiale de 950 millions d'euros de maturité 10 ans d'octobre 2014.

L'émetteur Autoroutes du Nord et de l'Est de la France est également intervenu sur le marché obligataire avec une émission de 200 millions d'euros (taux de 2,250 % et maturité 10 ans), assimilable à celle réalisée en septembre 2014 pour un montant de 450 millions d'euros.

Parmi les émetteurs non cotés, deux ont pour la première fois eu recours, en 2015, au marché du placement privé obligataire :

- Carmila (*holding* du groupe Carrefour) : en septembre 2015 pour une émission de 600 millions d'euros (maturité 8 ans pour un coupon de 2,50 %) ;
- TDF infrastructures : en octobre 2015 pour une émission de 600 millions d'euros (maturité 7 ans pour un coupon de 2,875 %).

Ces deux émissions ont bénéficié respectivement d'une notation BBB par S&P pour les obligations émises par Carmila et BBB- par S&P pour les obligations émises par le groupe TDF.

2. La poursuite du développement des émissions de dette hybride (ou subordonnée)

Le dynamisme du segment de la dette hybride provenant des émetteurs *corporate* s'est poursuivi en 2015, en particulier pour les émetteurs du secteur financier (banques et assurances) compte tenu d'un contexte réglementaire contraignant lié en particulier aux réformes Bâle III et Solvabilité II.

D'un côté, les investisseurs en dette subordonnée bénéficient de coupons plus élevés que les porteurs de dette senior afin de compenser la plus faible protection dont ils disposent en cas de défaut de l'émetteur et, de l'autre côté, les émetteurs bénéficient (du fait de leur caractère mixte) d'une comptabilisation en normes IFRS à 100 % en capitaux propres et à 50 % par les agences de notation, répondant ainsi clairement pour certains d'entre eux à une logique défensive de protection du *rating*.

Dans ce contexte, Total est parvenu à émettre, tout début février 2015, des titres supersubordonnés à durée indéterminée (TSSDI) pour 5 milliards d'euros en 2 tranches de 2,5 milliards d'euros chacune (une au taux de 2,25 % offrant une première option de remboursement à 6 ans et une au taux de 2,625 % offrant une première option de remboursement à 10 ans) lui permettant de renforcer la structure de son bilan dans un contexte économique difficile s'agissant du marché des hydrocarbures. C'est l'une des plus importantes émissions de dette hybride *corporate* en euros de ces dernières années depuis celle d'EDF réalisée en janvier 2013 pour un montant de 6,2 milliards d'euros (multi-devises).

Air France KLM a également franchi le pas et émis une dette hybride en 2015 pour un montant total de 400 millions d'euros (au taux de 6,5 %) venant ainsi renforcer son bilan (pour rappel, le groupe affichait des capitaux propres négatifs de 671 millions d'euros au 31/12/2014) et étendre la maturité de sa dette.

S'agissant des émetteurs bancaires et assurances, les émissions de dette hybride ont également été significatives au cours de l'année 2015. Outre la poursuite des émissions d'obligations super-subordonnées à durée indéterminée de catégorie Additional Tier 1 (voir ci-après) par les grandes banques françaises cotées, ces dernières ainsi que les assureurs ont également émis des titres subordonnés de catégorie Tier 2.

Ainsi, à titre d'exemple parmi les banques, le groupe BPCE a émis des obligations de catégorie Tier 2 poursuivant à cette occasion sa stratégie multidevises en matière d'émission de dette subordonnée afin de maintenir une base d'investisseurs diversifiée quand bien même les montants unitaires d'émission en devises étrangères autres que le dollar sont restés modestes (émission de titres subordonnés remboursables (TSR) libellés en yuan chinois pour un montant équivalent à environ 113 millions d'euros ou émission de TSR libellés en dollar singapourien pour un montant total équivalent à environ 162 millions d'euros).

Société Générale a, pour sa part, émis des obligations de même catégorie éligibles aux fonds propres prudentiels pour un montant de 1,25 milliard d'euros (maturité 10 ans, au taux fixe annuel de 2,625 %).

Parmi les assureurs, CNP Assurances a lancé en novembre 2015 une émission de TSR éligibles au calcul de la marge de solvabilité en application de la réglementation prudentielle Solvabilité 2, pour un montant de 750 millions d'euros offrant un taux fixe de 4,50 % pendant 12 ans, puis un taux variable Euribor 3M + marge de 4,6 % jusqu'à la maturité (2047).

3. La poursuite des émissions dites CoCos (*Contingent Convertibles Instruments*) en particulier sous format *Additional Tier One* (AT1)

Ces nouveaux instruments hybrides sont comptabilisés en capital d'un point de vue prudentiel alors qu'ils sont considérés juridiquement comme des instruments de dette et peuvent :

- soit être automatiquement convertis en actions ;
 - soit intégrer un phénomène d'absorption des pertes par réduction du nominal (*write down*) accompagné d'un retour à meilleure fortune par restauration du nominal (*write up*), celui-ci pouvant être temporaire ou définitif ;
- dès lors que les fonds propres de la banque émettrice descendent en dessous d'un certain seuil (*trigger*) défini à l'avance et établi sur la base du ratio *Core Tier One* de la banque.

À ces caractéristiques générales peuvent s'ajouter, pour la catégorie de CoCos dite « *additional Tier One* » (AT1), un mécanisme de suspension des coupons (pouvant aller jusqu'à l'annulation). Cette suspension de coupon pouvant elle-même :

- être réalisée par l'émetteur à tout moment et de façon discrétionnaire si aucune option de remboursement anticipé n'est activée ;
- être réalisée à la demande du régulateur ;
- être obligatoire si le montant des intérêts excède soit les éléments distribuables de la banque soit le montant maximal distribuable (MMD) au sens de la directive CRD IV¹⁹ calculé en fonction de la profitabilité de la banque.

19. Directive et règlement sur les exigences de fonds propres dite « CRR/CRD IV »

Derrière une appellation commune, ces produits se caractérisent par une grande hétérogénéité de leurs caractéristiques entraînant une réelle difficulté à appréhender les risques qui y sont attachés ainsi qu'à les valoriser y compris pour des investisseurs institutionnels.

À l'instar de grandes banques européennes (RBS, Barclays et UBS qui à elles trois ont émis pour 6,25 milliards de dollars d'obligations AT1), les banques françaises ont elles aussi continué à recourir en 2015 à ces émissions de dette contingente de catégorie T1.

En effet, après les trois émissions de CASA cotées à Paris en 2014, BNPP a émis en juin et août 2015 ces mêmes types de titres pour des montants respectifs de 750 millions d'euros (taux fixe 6,125 % pendant sept ans payables annuellement puis, à partir de la première date de remboursement (*First Call Date*) à un taux égal au taux Mid-Swap 5 ans + une marge de 5,23 %) et de 1,5 milliard de dollars (taux fixe 7,375 % pendant dix ans payables semestriellement puis, à partir de la première date de remboursement, à un taux égal au taux Mid-Swap 5 ans + une marge de 5,15 %).

À ce jour, l'AMF rappelle qu'elle n'a pas visé de prospectus d'émission de CoCos de catégorie AT1 dont la souscription serait à destination des particuliers mais uniquement des émissions de placement privé à destination d'investisseurs institutionnels. À l'instar d'autres régulateurs européens, l'AMF demeurera très vigilante si un tel cas se présentait.

4. Les *Green bonds* ou obligations vertes

Ce segment de marché en plein essor a comme principal intérêt pour les émetteurs de leur permettre d'accroître leur visibilité et leur base d'investisseurs dans un contexte où ces derniers sont de plus en plus attirés par l'investissement socialement responsable. En dépit de contours de marché encore flous, les *green bonds* peuvent se définir comme des obligations dont l'encours est alloué au financement de projets environnementaux.

L'AMF rappelle que les critères permettant de qualifier si un projet est ou non « environnemental » sont à la discrétion de l'émetteur et que les modalités des processus de contrôle a posteriori de la bonne allocation des fonds ne sont encadrées à ce jour que par des recommandations – les *Green Bond Principles* publiés en mars 2015 par l'International Capital Market Association (ICMA) que les émetteurs peuvent décider de suivre ou non.

Les émissions de *green bonds* réalisées en 2015 par les *corporate* français sont restées concentrées, comme en 2014, sur le secteur des services énergétiques (*utilities*). Ces émissions ont été réalisées à travers des tirages dans le cadre de programme EMTN. L'AMF s'assure à ce titre que les conditions définitives sont bien complétées par l'émetteur en cohérence avec les caractéristiques de ces obligations et que le but de l'émission est renseigné en conséquence. C'est ainsi qu'en octobre, EDF a émis pour 1 milliard de dollars de *green bonds* dans le cadre d'un placement privé auprès d'investisseurs qualifiés américains.

Les banques françaises et européennes à l'instar d'ING, par exemple, ont également profité de cet engouement des investisseurs pour les obligations vertes comme en témoigne l'émission de Société Générale de 500 millions d'euros de novembre 2015 (5 ans, taux de *midswap* +60 bp) destinée à refinancer des prêts accordés entre 2012 à 2014 à des projets de construction de centrales d'énergie renouvelable ou celle de BPCE qui a émis 300 millions d'euros (pour une maturité de 7 ans) et dont le produit de l'émission, en accord avec les *Green Bond Principles*, permettra de financer des projets « verts » sélectionnés par Natixis Energéo, filiale de Natixis spécialisée dans le financement des énergies renouvelables.

Dans un contexte d'intérêt grandissant des investisseurs et d'une organisation qui se met en place pour structurer ce segment de marché, l'AMF reste attentive à la transparence de l'information donnée aux investisseurs à l'occasion des émissions tant sur le marché primaire que sur le marché secondaire ainsi qu'au suivi de la cotation de ces obligations.

C. LES OFFRES PUBLIQUES : LA TENDANCE, LES PLUS MARQUANTES ET LES CONTENTIEUX

1. Les dérogations

En 2015, l'AMF a rendu 41 décisions de dérogation à l'obligation de dépôt d'un projet d'offre publique, dont 27 en application des seuls articles 234-9, 6° et/ou 7° du règlement général.

8 décisions relatives à des examens menés en application de l'article 234-7 du règlement général (mise en concert) et 5 décisions relatives à l'article 236-6 du règlement général (mise en œuvre d'une OPR) ont par ailleurs été rendues.

Type de décision	2011	2012	2013	2014	2014
Décisions de dérogation	23	25	27	27	41
Examens concert art. 234-7	6	10	7	7	8
Examens art. 236-6	2	4	4	4	5

En 2015, un nouveau cas de dérogation au dépôt de l'offre publique obligatoire a été créé. La loi Macron étend la période d'application de l'octroi d'une dérogation à l'obligation de dépôt d'un projet d'offre publique obligatoire résultant d'une attribution de droits de vote double du fait de l'entrée en vigueur de la loi Florange jusqu'au 31 décembre 2018 et élargit le champ d'application de celle-ci au cas de « l'excès de vitesse » en droits de vote (c'est-à-dire l'accroissement par un actionnaire de sa détention en droits de vote, initialement comprise entre 30 % et 50 % de plus d'1 % sur moins de douze mois consécutifs). L'AMF a modifié son règlement général en conséquence²⁰.

L'examen du projet de fusion entre Stallergenes et Greer, au regard des dispositions de l'article 236-6

Le 3 mars 2015, les sociétés Ares et Stallergenes (contrôlée par Ares à hauteur de 77,3 %) ont annoncé au marché un projet de rapprochement entre Stallergenes et Greer, prenant la forme d'une fusion-absorption transfrontalière de la société Stallergenes par la société Ares Allergy Holdings²¹ (AAH UK) au sens de la directive européenne 2005/56/CE du 26 octobre 2005 sur les fusions transfrontalières de sociétés de capitaux²². Les assemblées générales de la société Stallergenes et de la société de droit anglais AAH UK ont été appelées à se prononcer sur cette fusion respectivement les 26 juin et 4 août 2015. La parité initialement envisagée faisait ressortir une pondération de 60 % pour Stallergenes dans le nouvel ensemble. En outre, il était envisagé une admission aux négociations sur Euronext Paris des actions de la société AAH UK.

Conformément à l'article 236-6 du règlement général²³, l'AMF a été saisie par Ares afin de décider si la réalisation du projet de fusion-absorption de Stallergenes donnerait ou non lieu à la mise en œuvre préalable d'une offre publique de retrait.

L'une des problématiques soulevées à cette occasion par certains actionnaires de Stallergenes concernait la parité proposée par Ares, jugée peu généreuse. À cet égard, la parité initialement prévue a fait l'objet d'une révision le 13 mai 2015. Les nouveaux termes de l'opération envisagée reflétant une pondération respective de 71 % et 29 % pour les capitaux propres de chacune des deux sociétés dans le nouvel ensemble.

Une autre problématique soulevée était de savoir si, du seul fait de sa nature transfrontalière, la fusion projetée devait nécessairement donner lieu à la mise en œuvre préalable par Ares d'une offre publique de retrait à l'attention des minoritaires de Stallergenes, sur le fondement de l'article 236-6 du règlement général. Le droit des sociétés français permet les fusions par échange de titres sans que soit offerte aux minoritaires de l'entité absorbée une sortie préalable en numéraire. Cela reste vrai après la transposition de la directive européenne 2005/56/CE du 26 octobre 2005 sur les fusions transfrontalières de sociétés de capitaux, dont l'objectif est justement de permettre aux fusions transfrontalières de se réaliser dans les mêmes conditions que les fusions nationales. Conformément à sa pratique antérieure, l'AMF a procédé à une analyse approfondie des conséquences de la fusion envisagée sur la situation des droits et intérêts des actionnaires minoritaires de Stallergenes, afin de déterminer si une offre publique de retrait devait être requise préalablement à la fusion. Elle a examiné, en particulier, les éléments de valorisation ayant conduit à la parité d'échange retenue et les caractéristiques des titres remis à l'échange (liquidité, flottant, capacité distributive, maintien d'une cotation à Paris), la nature des activités des deux sociétés (continuité du profil d'investissement du point de vue des minoritaires de Stallergenes), les statuts des deux sociétés et plus généralement les droits comparés des actionnaires, et certains engagements pris par Ares afin de permettre aux actionnaires de Stallergenes d'exercer pleinement leurs droits au sein de Stallergenes à l'issue de la fusion (vote en assemblée générale, langue de la documentation...).

L'AMF a examiné également les rapports et attestations établis à la demande des parties à la fusion et conformément aux dispositions légales (attestations d'équité, rapport des commissaires à la fusion qui concluait à l'équité de la parité de fusion sur la base de leurs travaux d'évaluation) ainsi que l'ensemble des

20. Article 234-9.

21. Filiale de la société Ares.

22. Transposée en droit français par la loi n° 2008-649 du 3 juillet 2008.

23. « La ou les personnes physiques ou morales qui contrôlent une société informent l'AMF... lorsqu'elles décident le principe de la fusion-absorption de cette société par la société qui en détient le contrôle, [...] L'AMF apprécie les conséquences de l'opération prévue au regard des droits et des intérêts des détenteurs de titres de capital ou des détenteurs de droits de vote de la société et décide s'il y a lieu à mise en œuvre d'une offre publique de retrait ».

arguments qui lui ont été transmis par certains actionnaires minoritaires de Stallergenes et par les parties au projet de fusion.

Dans une décision publiée le 11 juin 2015²⁴, l'AMF a considéré que le projet de fusion entre ces deux sociétés n'impliquait pas de modification significative des droits et intérêts des actionnaires de Stallergenes de nature à justifier la mise en œuvre préalable d'une telle offre.

La société AAH UK a annoncé le 8 septembre 2015 la réalisation de la fusion entre Stallergenes et AAH UK, marquant l'aboutissement du projet de rapprochement entre Stallergenes et Greer. La cotation des actions Stallergenes sur Euronext Paris a été suspendue à l'issue de la séance de bourse du 7 septembre 2015 et les actions AAH UK ont été admises aux négociations le 8 septembre 2015, soit à compter de la date de réalisation de la fusion susvisée.

La notion de prédominance au sein d'un concert : la dérogation Stef

La décision Stef a permis à l'AMF de préciser la notion de prédominance au sein d'un concert dans le cadre d'une évolution de l'actionnariat du groupe Stef. L'un des actionnaires de la société Atlantique Management, qui contrôlait Stef²⁵ de concert avec UEF, souhaitait se désengager.

Dans ce cadre, la société Atlantique Management envisageait d'acquérir 23 121 de ses propres actions détenues par l'investisseur susvisé en vue de leur annulation, le solde devant être acquis par la société UEF, cette dernière étant la seule société du groupe en capacité d'offrir la liquidité souhaitée par l'investisseur.

La participation de la société UEF au capital d'Atlantique Management devait ainsi passer de 32,48 % à 43,36 %. Par conséquent, la société UEF qui était alors présumée détenir le contrôle d'Atlantique Management venait à détenir, directement et indirectement, par l'intermédiaire des sociétés Self et Atlan-

tique Management qu'elle contrôle, 43,20 % du capital et 50,11 % des droits de vote de Stef, franchissant de ce fait les seuils de 30 % du capital et des droits de vote. Cette situation justifiait la demande de dérogation au dépôt d'un projet d'offre publique d'achat.

L'AMF a procédé à une analyse approfondie des conséquences en matière d'équilibre au sein du concert, de prédominance et de gouvernance au sein de la société Stef afin de déterminer si une offre publique d'achat devait être requise à l'issue de l'opération susvisée. Elle a examiné en particulier l'historique de l'actionnariat de la société et la manière dont le contrôle était exercé au sein de cette société depuis son introduction en bourse.

L'AMF a notamment relevé que le concert auquel appartient la société UEF détenait, préalablement aux opérations susvisées, 80,89 % des droits de vote de la société Stef, soit la majorité des droits de vote de cette société permettant d'obtenir une dérogation sur le fondement de l'article 234-9, 6° du règlement général.

Elle a examiné également les arguments des requérants qui faisaient valoir que :

- la société Stef était présidée par Francis Lemor depuis son introduction en bourse, celui-ci ayant également exercé la fonction de directeur général jusqu'en 2012 ;
- la société UEF est le premier actionnaire de la société Atlantique Management et qu'au résultat de l'opération envisagée, son poids au capital de la société Atlantique Management ne sera que légèrement renforcé, malgré l'effet « cliquet » dû à la présomption de contrôle ;
- malgré le renforcement susvisé, la gouvernance et la politique de gestion de la société Atlantique Management et Stef ne seraient pas modifiées, le concert ayant depuis l'introduction en bourse de la société été fédéré par Francis Lemor qui en est le leader naturel, ce qui ressort du pacte d'actionnaires concertant conclu en 1998 et de la documentation financière de la société.

L'AMF avait par ailleurs relevé que la perception du marché sur l'actionnariat de la société Stef a toujours été celle d'un groupe contrôlé par ses cadres et dirigeants autour de Francis Lemor. Le renforcement indirect de la société UEF au capital de la société Stef résultait de l'engagement de liquidité pris par Francis

24. D&I 215C0798 du 11 juin 2015.

25. Détenant individuellement 30,37 % du capital et 35,23 % des droits de vote et, de concert avec UEF (contrôlée par la famille de Francis Lemor) et différents salariés, cadres et dirigeants de la société Stef, 69,68 % du capital et 80,89 % des droits de vote de Stef.



Lemor auprès du groupe Siparex, lequel avait dès l'origine contractualisé sa volonté d'être un investisseur temporaire au capital d'Atlantique Management et non d'une volonté de prise de contrôle de Stef par Francis Lemor.

Dans une décision publiée le 29 octobre 2015²⁶, l'AMF a considéré que la société Stef était contrôlée de manière continue par un concert majoritaire composé de cadres et de salariés autour de Francis Lemor, ce qui n'était pas remis en cause par l'opération susvisée et a, par conséquent, octroyé la dérogation sollicitée.

L'évolution des participations au sein d'un concert et reclassement d'actions : la dérogation Ipsos

La décision Ipsos a permis à l'AMF de préciser les conditions d'application de l'article 234-9, 7° du règlement général dans le cadre d'une restructuration actionnariale au sein d'Ipsos, faisant notamment suite au décès de l'un des deux dirigeants fondateurs du groupe.

Didier Truchot et Jean-Marc Lech détenaient de manière paritaire le contrôle de la société LT Participation (25,19 % du capital et des droits de vote chacun),

laquelle détenait 26,16 % du capital et 39,52 % des droits de vote de la société Ipsos jusqu'au décès de Jean-Marc Lech.

En exécution d'un protocole conclu en 1992 entre Didier Truchot et Jean-Marc Lech de son vivant, Didier Truchot devait acquérir, par exécution d'une promesse de vente ou d'achat stipulée dans ledit protocole, la totalité de la participation directe et indirecte de Jean-Marc Lech au capital de la société Ipsos en cas de décès de ce dernier, lequel est intervenu le 2 décembre 2014.

Dans ce cadre, Didier Truchot a souhaité constituer une nouvelle société Newco regroupant sa participation au capital d'Ipsos, celle qu'il envisageait d'acquérir auprès des héritiers de Jean-Marc Lech en application du protocole susvisé, et la participation (minoritaire) de certains cadres du groupe désireux d'investir dans Newco à ses côtés. À cette occasion, la société Newco, contrôlée exclusivement par Didier Truchot, devait franchir en hausse le seuil de 30 % des droits de vote de la société Ipsos, ce qui justifiait la demande de dérogation.

L'Autorité avait alors relevé que depuis l'introduction en bourse de la société en 1999 :

- les deux dirigeants (Didier Truchot et Jean-Marc Lech) avaient manifesté la volonté commune d'exercer un contrôle conjoint sur Ipsos ;
- l'exercice de ce contrôle avait été renforcé par la création d'une société civile en participation et par la conclusion d'une convention d'indivision pour mettre en commun les actions de la société LT Participations apportées en jouissance à ladite société civile ;
- au titre d'un mandat posthume, Jean-Marc Lech avait souhaité confier à Didier Truchot la gestion des droits de vote attachés à ses actions LT Participations, le temps de la succession, mais également lui permettre d'acquérir les participations directes et indirectes qu'il détenait dans LT Participations et Ipsos afin de poursuivre seul, la tâche initiée ensemble tout au long de la vie de la société.

L'AMF, ayant par ailleurs relevé que Didier Truchot n'avait aucune intention de modifier la stratégie ou la gouvernance de la société Ipsos, a estimé que l'opération projetée pouvait s'analyser comme un reclassement entre personnes appartenant à un même groupe et a, par conséquent, octroyé la dérogation sollicitée²⁷.

26. D&I 215C1534 du 29 octobre 2015.

27. D&I 215C0276 du 4 mars 2015.

2. Les offres publiques

En 2015, 33 décisions de conformité ont été prises par l'AMF portant sur des offres publiques ouvertes dans l'année et sur un retrait obligatoire avec décision de conformité, soit un niveau un peu inférieur à 2014 (38 décisions). L'AMF a par ailleurs prononcé 1 non-conformité le 31 mars 2015 dans le cadre du projet d'offre publique d'échange déposé par la société Prologue visant les titres de la société O2i.

Offres publiques ouvertes dans l'année sous revue				
	2012	2013	2014	2015
Offres relevant de la procédure normale dont OPE	3	9	10	9
Offres relevant de la procédure simplifiée	23	22	14	17
Offres publiques de retrait	1	1	4	1
Offres publiques de retrait suivies d'un retrait obligatoire	9	5	6	2
Offres publiques de rachat	5	5	4	3
Retraits obligatoires avec conformité	0	0	0	1
Retraits obligatoires sans conformité	16	10	10	10
TOTAL (hors retraits obligatoires sans conformité)	41	42	38	33

Le nombre d'offres publiques s'inscrivant dans le contexte d'une prise de contrôle (au sens d'une détention supérieure à 50 % du capital et des droits de vote de la société visée) a été de 16²⁸ en 2015 (16 en 2014), parmi lesquelles on relève 11 changements de contrôle préalables à une offre publique obligatoire et 5 changements de contrôle consécutifs à une offre publique relevant de la procédure normale.

Le nombre d'offres relevant de la procédure normale (6 en 2015) est en diminution (10 en 2014). À l'instar de 2014, aucune de ces offres ne concerne des sociétés cotées sur Alternext²⁹ (contre 2 en 2013). Parmi les

offres de procédure normale intervenues en 2015, aucune n'a été déposée de façon non sollicitée (3 en 2014).

Comparativement à l'année 2014, 2015 est marquée par une hausse du nombre d'offres relevant de la procédure simplifiée : 17 (contre 14 en 2014).

Le nombre de sorties de cote à l'issue d'une offre publique est en légère baisse par rapport à 2014 : 14 au total (16 en 2014) (dont 3 à l'issue d'une OPR-RO, 1 à l'issue d'une OPR sans retrait obligatoire³⁰ et 10 dans le cadre d'un retrait obligatoire à l'issue d'une offre). Il convient en outre d'ajouter le retrait obligatoire visant

28. Offres de prise de contrôle : les offres de procédure normale ayant entraîné un changement de contrôle et les offres de procédure simplifiée faisant suite à l'acquisition d'un bloc de contrôle.

29. Le projet d'offre publique d'échange initié par la société Prologue et visant la société O2i (dont les titres sont négociés sur Alternext) qui a été déposé auprès de l'AMF le 9 décembre 2014 et a fait l'objet d'une décision de non-conformité de l'AMF le 31 mars 2015 n'est pas comptabilisé.

30. Offre publique de retrait initiée par la société Lagardère Active visant les actions de la société de droit monégasque Lagardère Active Broadcast à l'issue de laquelle les actions ont été radiées d'Euronext Paris (aucun retrait obligatoire ne pouvant être mis en œuvre sur la base du droit monégasque applicable).

les titres Lafarge mis en œuvre en 2015 (à la suite d'une OPE) mais ayant fait l'objet d'une décision de conformité.

Les offres publiques visant des sociétés cotées sur Alternext sont en forte hausse : le nombre d'offres s'élève en effet à 9, en incluant le projet d'offre visant O2I déclaré non conforme (contre 4 offres en 2014). Parmi elles, 1 est une offre volontaire (« offre de fermeture »), 1 est une OPR-RO, 2 sont des OPRA, 4 sont des offres publiques d'achat simplifiées déposées à titre obligatoire. Enfin, le projet d'offre visant O2i était une OPE.

L'offre publique d'échange visant la société Lafarge (et la mise en œuvre du retrait obligatoire)

Le 11 mai 2015 a été déposé auprès de l'AMF un projet d'offre publique d'échange (OPE) visant les actions de la société Lafarge, initiée par la société de droit suisse Holcim Ltd³¹, laquelle ne détenait alors aucune action Lafarge³². Le projet de rapprochement entre les deux sociétés avait été annoncé le 7 avril 2014 et présenté comme « une fusion entre égaux » avec une parité d'échange de 1 action Holcim pour 1 action Lafarge.

Si le déroulement de l'offre publique en elle-même n'était pas soumise à une condition suspensive liée à l'autorisation d'une quelconque autorité de concurrence, son dépôt était prévu une fois obtenues les autorisations sur le rapprochement envisagé des autorités de concurrence concernées (assorties de certaines cessions d'actifs compte tenu de la taille du nouvel ensemble). En particulier, l'autorisation de la Commission européenne a été reçue le 15 décembre 2014.

À la suite de la publication des résultats annuels des deux sociétés intervenue en février 2015, et des demandes de certains actionnaires de la société Holcim notamment, Holcim et Lafarge ont indiqué, le 20 mars 2015, avoir conclu un accord sur les termes révisés du projet de fusion « entre égaux » des deux sociétés (notamment la nouvelle parité de l'offre publique d'échange de 9 actions Holcim pour 10 actions Lafarge).

Parmi les conditions de l'offre figuraient notamment le seuil de réussite fixé à 2/3 du capital ou des droits de vote de Lafarge³³ et l'approbation par l'assemblée générale des actionnaires de Holcim de l'émission des actions Holcim (et l'enregistrement corrélatif des statuts modifiés de Holcim et des actions Holcim auprès du registre du commerce de Saint-Gall). L'assemblée générale extraordinaire de la société Holcim a approuvé, le 8 mai 2015, la résolution relative à l'augmentation de capital susvisée, sachant que le droit suisse ne permet au conseil d'administration de mettre en œuvre cette augmentation de capital que dans un délai ne pouvant dépasser trois mois à compter de la date de l'assemblée générale (de sorte qu'après le 8 août 2015, elle serait devenue automatiquement caduque, auquel cas Holcim aurait convoqué une nouvelle assemblée générale).

Holcim et Lafarge étaient par ailleurs convenues qu'un dividende payable en actions serait versé à tous les porteurs d'actions LafargeHolcim (nouvelle dénomination de la société Holcim en cas de succès de l'offre), en ce compris les nouvelles actions Holcim à émettre en échange des actions Lafarge apportées dans le cadre de l'offre, après le règlement-livraison de l'offre réouverte. Ce dividende payable en actions devait être versé, sous réserve du succès de l'offre, selon une parité de 1 nouvelle action LafargeHolcim pour 20 actions LafargeHolcim existantes.

À l'issue de l'offre publique, la société Holcim détenait 96,41 % du capital et 95,35 % des droits de vote de Lafarge.

Au vu de ce résultat, la société LafargeHolcim Ltd a annoncé, le 4 août 2015, son intention d'initier une procédure de retrait obligatoire visant les actions non apportées à l'offre par les actionnaires minoritaires. Cette décision était cohérente avec les intentions mentionnées dans la note d'information établie dans le cadre de l'offre sachant qu'il était notamment indiqué que dans cette hypothèse, l'initiateur avait l'intention de proposer aux actionnaires de Lafarge, à titre d'indemnité dans le cadre du retrait obligatoire, une alternative en numéraire ou en actions, cette dernière étant égale aux termes et conditions de l'offre.

31. Dont les actions étaient alors cotées uniquement sur le SIX Swiss Exchange.

32. Holcim bénéficiait notamment d'engagements d'apport à l'offre émanant du groupe GBL et du groupe de M. Nassef Sawiris représentant au total 34,95 % du capital de Lafarge.

33. Sachant que l'initiateur se réservait la possibilité de renoncer au seuil de réussite (ou de l'abaisser) ; auquel cas seul le seuil de caducité (détention de 50 % du capital ou des droits de vote) prévu à l'article 231-9 I du règlement général) aurait été applicable.

Le projet de retrait obligatoire a été déposé auprès de l'AMF le 14 septembre 2015 au prix de 60 euros par action Lafarge. Dans la mesure où les actionnaires minoritaires représentaient moins de 5 % du capital et des droits de vote de Lafarge à l'issue d'une offre publique ne comportant aucune option en numéraire, la mise en œuvre d'un retrait obligatoire devait donc, en effet, faire l'objet au préalable d'une nouvelle décision de conformité de l'AMF.

Préalablement à la mise en œuvre de ce retrait obligatoire, la société LafargeHolcim proposait, en outre, aux actionnaires de Lafarge, comme alternative à l'indemnisation en numéraire susvisée, une option d'échange, selon la même parité d'échange que celle retenue lors de l'offre publique susvisée, ajustée afin de prendre en compte la distribution du dividende payable en actions LafargeHolcim, soit 9,45 actions nouvelles LafargeHolcim à émettre (jouissance courante) pour 10 actions Lafarge (jouissance courante). Les actionnaires de Lafarge pouvaient opter pour l'option d'échange pour tout ou partie de leurs actions Lafarge. Pour la part non apportée à l'échange, les actions étaient soumises au retrait obligatoire en numéraire.

Le projet de retrait obligatoire a fait l'objet d'une décision de conformité le 29 septembre 2015, de sorte que le retrait obligatoire visant les actions Lafarge a pu être effectivement mis en œuvre le 23 octobre 2015.

Parallèlement à la procédure d'offre publique, Holcim a sollicité l'admission de ses titres sur le marché réglementé d'Euronext Paris. Celle-ci a été rendue effective le 9 juillet 2015, soit au terme de la période d'offre close le 3 juillet. À cet effet, le groupe a établi un prospectus soumis au visa de l'AMF en amont de l'ouverture de l'offre permettant ainsi l'accès à une information complète pour les actionnaires de Lafarge susceptibles d'apporter leurs titres à l'offre. Le prospectus présentait, outre les objectifs de la fusion et les synergies attendues, le processus d'intégration du nouvel ensemble LafargeHolcim, un état de la situation financière *pro forma*, l'actionnariat, les droits des actionnaires et la gouvernance.

L'offre publique d'échange visant les titres Alcatel-Lucent

Le 29 octobre 2015, la société de droit finlandais Nokia Corporation, a déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers un projet d'offre publique d'échange visant les actions et les différentes obligations à option de

conversion et / ou d'échange en actions nouvelles ou existantes (OCÉANE 2018, OCÉANE 2019 et OCÉANE 2020) émises par la société Alcatel Lucent, sachant que l'initiateur ne détenait aucun titre Alcatel-Lucent à cette date. Le projet de rapprochement entre les deux sociétés, qui avait été annoncé le 15 avril 2015, faisait suite à une série d'échanges entre les représentants des sociétés Nokia et Alcatel initiés en juillet 2013, pour discuter de diverses options stratégiques³⁴.

À partir du mois de novembre 2014, les parties avaient commencé à envisager des discussions sur un éventuel rapprochement total des entreprises Nokia et Alcatel-Lucent par la voie d'une OPE dont la parité envisagée initialement s'élevait à 0,491 pour être portée à 0,55 dans le cadre de l'accord définitif conclu en avril 2015. Dans son projet d'offre publique déposé le 29 octobre 2015, l'initiateur s'engageait donc irrévocablement à acquérir la totalité des actions Alcatel-Lucent composant le capital de la société (y compris les actions représentées par des *American Depositary Shares* – ADS), par remise de 0,55 action Nokia à émettre pour 1 action Alcatel-Lucent présentée, ainsi que la totalité des différentes catégories d'océanes émises par la société, à des conditions correspondant à la parité offerte pour les actions en tenant compte de l'ajustement du taux de conversion en cas d'offre publique prévu par les contrats d'émission.

Le dépôt de l'offre auprès de l'AMF était conditionné à l'obtention des autorisations des autorités de concurrence ou autorités équivalentes dans neuf juridictions³⁵. En outre, le dépôt de l'offre était conditionné à l'autorisation du ministre chargé de l'Économie, de l'Industrie et du Numérique au titre de la réglementation des investissements étrangers en France³⁶ et au *Committee on Foreign Investment in the United States* au titre de la réglementation des investissements étrangers aux États-Unis. Enfin, l'obtention des autorisations des autorités concernées en matière bancaire et d'assurance était requise en raison du changement de contrôle indirect de certaines filiales d'Alcatel-Lucent.

34. La réglementation américaine (applicable puisque l'offre était ouverte aux États-Unis) oblige l'initiateur d'une offre publique à rendre public les contacts qu'il a eus eu avant le dépôt de l'offre. Ces éléments, en vertu de l'équivalence d'information, ont donc été précisés dans la note d'information de Nokia.

35. États-Unis, Union européenne, République populaire de Chine, Brésil, Canada, Inde, Japon, Russie et Taiwan.

36. Approbation obtenue le 21 octobre 2015.

Parmi les conditions de l'offre figuraient notamment (i) le seuil de renonciation fixé à 50 % du capital sur une base entièrement diluée³⁷ et l'approbation par l'assemblée générale des actionnaires de Nokia de l'émission des actions à remettre dans le cadre de l'offre (laquelle a approuvé les résolutions nécessaires le 2 décembre 2015).

L'initiateur se réservait la faculté de mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de l'offre si les conditions étaient réunies. Dans cette hypothèse, il avait indiqué qu'il proposerait aux actionnaires de la société et, le cas échéant, aux porteurs d'OCÉANE, comme alternative à l'indemnisation en numéraire, une option d'échange selon les mêmes parités d'échange que celles offertes dans le cadre de l'offre.

Dans ce cadre, l'article 231-8 du règlement général dispose que l'initiateur d'une offre publique d'échange prévoit une option en numéraire lorsque les titres remis en échange ne sont pas des titres liquides admis aux négociations sur un marché réglementé d'un État membre de l'Union européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen. Or, les actions Nokia étant déjà admises aux négociations sur le Nasdaq OMX Helsinki (marché réglementé finlandais), aucune option en numéraire n'était donc requise s'agissant des titres visés dans le cadre de l'offre.

Toutes les actions existantes Nokia ont été admises aux négociations sur Euronext Paris le jour de négociation suivant l'ouverture de l'offre³⁸. Les actions nouvelles Nokia émises dans le cadre de l'offre et de l'offre ré-ouverte ont pour leur part été admises aux négociations à la fois sur le NASDAQ Helsinki et sur Euronext Paris à compter du règlement-livraison de l'offre (en ce compris sa réouverture).

37. Sachant que l'initiateur se réservait la possibilité de renoncer au seuil de réussite (ou de l'abaisser), auquel cas seul le seuil de caducité (détention de 50 % du capital ou des droits de vote prévu à l'article 231- 9 I du règlement général) aurait été applicable.

38. Le prospectus relatif à l'admission aux négociations des actions Nokia sur Euronext Paris et des actions Nokia à émettre dans le cadre de l'offre et, le cas échéant, de l'offre ré-ouverte sur le NASDAQ OMX Helsinki (le prospectus d'admission) a été déposé auprès de l'autorité finlandaise de surveillance financière (la FIN-FSA) le 8 octobre 2015 et approuvé le 23 octobre 2015. Un certificat d'approbation par la FIN-FSA du prospectus d'admission, ainsi qu'une copie de ce prospectus approuvé, ont été notifiés le 26 octobre 2015 par la FIN-FSA à l'Autorité des marchés financiers, conformément au mécanisme du passeport européen prévu par la directive Prospectus.

L'offre publique de rachat d'actions initiée par la société Alstom

Alstom a déposé auprès de l'AMF, le 9 novembre 2015, un projet d'offre publique de rachat d'actions par lequel elle proposait à ses actionnaires de racheter leurs actions au prix unitaire de 35 euros, dans la limite de 29,47 % du capital, représentant 3,2 milliards d'euros, aux fins d'annuler ces titres.

Cette offre intervenait dans le cadre de la cession des activités énergie d'Alstom au profit de General Electric conformément à des accords intervenus en 2014. La transaction a été effectivement réalisée le 2 novembre 2015, à la suite de l'obtention des principales autorisations réglementaires et de la levée des conditions suspensives de l'accord³⁹. Depuis cette date, Alstom est donc recentré sur le marché du ferroviaire autour de l'activité historique d'Alstom Transport. La réalisation de l'OPRA devait intervenir sous réserve de l'approbation par l'assemblée générale des actionnaires d'Alstom convoquée le 18 décembre 2015 aux fins d'approuver les résolutions nécessaires à sa mise en œuvre (l'ouverture de l'offre était en effet conditionnée à cette approbation).

Il est rappelé que la société Alstom s'était spontanément placée sous le régime des cessions d'actifs significatifs puisqu'elle avait décidé que la cession de ses activités énergie serait soumise notamment à l'approbation de ses actionnaires, lesquels avaient approuvé cette opération à près de 99,2 % à l'occasion de l'assemblée générale réunie le 19 décembre 2014. Cette transaction avec General Electric avait notamment contribué à réactiver les débats sur les modes de protection des actionnaires minoritaires et la bonne gouvernance lors de négociations ou de la mise en place d'opérations structurantes portant sur une fraction importante des actifs stratégiques de sociétés cotées, sous forme de cession ou d'acquisition⁴⁰. Le groupe de réflexion constitué à la demande du Collège de l'AMF avait émis son rapport en février 2015 et initié une consultation publique à l'issue de laquelle l'AMF a publié en juin 2015 une position-recommandation (DOC-2015-05) parmi lesquelles elle recommande

39. Le 8 septembre 2015, la Commission Européenne et le Department of Justice avaient en effet autorisé le rachat des activités Énergie d'Alstom par General Electric assorti d'un certain nombre d'engagements.

40. Cf. Rapport annuel de l'Autorité des marchés financiers 2014, page 76.

notamment aux sociétés cotées de consulter leurs actionnaires (réunis en assemblée générale ordinaire) préalablement à la cession d'au moins 50 % de ses actifs (cession d'actifs significatifs), ce qui était bien le cas pour Alstom.

Dans ce cadre, la société Bouygues, actionnaire principal d'Alstom à hauteur de 29,16 % de son capital, avait fait part de son intention de maintenir une participation en pourcentage du capital à un niveau de l'ordre de 29 %. À cet effet, elle avait indiqué qu'elle apporterait tout ou partie de ses titres ou, selon le cas et en fonction des conditions de marché, n'apporterait pas ses titres à l'offre. Si, au résultat de l'offre et de la réduction de capital, la société Bouygues devait détenir plus de 30 % du capital et des droits de vote de la société Alstom, elle s'était engagée à ne pas exercer les droits de vote excédant 30 % et à céder les titres excédant ce seuil dans les délais prévus en application de l'article 234-4 du règlement général, étant précisé que la société Bouygues avait formellement demandé, dans ce contexte, à l'Autorité des marchés financiers, l'octroi d'une autorisation temporaire de franchissement du seuil de 30 %, ce qui est intervenu le 8 décembre 2015. À cette date, le projet d'OPRA a également fait l'objet d'une décision de conformité de l'AMF. Dès lors, l'offre publique a été ouverte après que l'assemblée générale des actionnaires, réunie le 18 décembre 2015, a approuvé les résolutions nécessaires à sa mise en œuvre (l'ouverture de l'offre était en effet conditionnée à cette approbation).

3. Les contentieux

L'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société Euro Disney SCA

Par un arrêt du 8 septembre 2015, la Cour d'appel de Paris a rejeté le recours en annulation formé le 9 avril 2015 à l'encontre de la décision de conformité publiée le 31 mars 2015 relative à l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions émises par la société Euro Disney SCA déposée sur le fondement des articles 234-2 et 234-5 du règlement général de l'AMF, et initiée par le concert formé de la société américaine EDL Holding Company et les sociétés Euro Disney Investment SAS et Euro Disney Corporation SAS, toutes trois indirectement détenues à 100 % par la société faitière, TDWC. Cette offre publique d'acquisition obligatoire au prix de 1,25 euro par action était

l'ultime étape du plan de recapitalisation et de réduction d'endettement annoncé en octobre 2014 et mis en œuvre via notamment la réalisation d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription au prix de 1 euro par action et selon une parité de 9 actions nouvelles pour une action détenue et de deux augmentations de capital réservées, respectivement à la société Euro Disney Investment SAS et à la société Euro Disney Corporation SAS, souscrites par compensation de créance au prix de conversion de 1,25 euro par action.

Confirmant sa jurisprudence antérieure, la Cour d'appel a rappelé que, si le principe du libre jeu des offres et des surenchères s'oppose à la conclusion de contrats, dans le cadre et pour le besoin d'une offre publique, sous la condition suspensive de la réussite de celle-ci, tel n'est pas le cas des contrats conclus antérieurement à l'offre. Elle a réaffirmé, par ailleurs, le fait qu'il n'appartient pas à l'AMF, dans le cadre de l'examen de la conformité d'une offre publique de se prononcer, aux lieu et place des juridictions compétentes, sur la validité du contrat unissant les actionnaires de la société visée par l'offre.

S'agissant du prix de l'offre obligatoire de 1,25 euro par action, la Cour a suivi l'analyse de l'AMF en ce qu'il était établi que ce prix était le prix le plus élevé au sens de l'article 234-6 du règlement général de l'AMF payé par les sociétés Euro Disney Investment SAS et Euro Disney Corporation SAS, membres du concert formé avec la société EDL Holding Company, dans le cadre des augmentations de capital qui leur étaient réservées, tout en faisant observer, que ce prix avait été jugé équitable pour les actionnaires de la société Euro Disney SCA aux termes d'une expertise indépendante réalisée sur la base d'une évaluation multicritères dans le respect des dispositions des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

S'agissant de la forme sociale de société en commandite par actions adoptée par la société Euro Disney, la Cour d'appel a considéré que cette forme sociale ne fait pas, en elle-même, obstacle au respect des principes de loyauté, d'égalité et de libre jeu des offres et des surenchères régissant les offres publiques, sauf à postuler qu'une société en commandite par actions ne peut pas faire l'objet d'une offre publique, alors même que ses actions peuvent être admises aux négociations sur un marché.

Enfin, sur l'application du principe d'impartialité objective de l'AMF au sens de l'article 6 de la Cour européenne des droits de l'homme (CEDH) à la procédure d'examen de conformité d'une offre, qui donne lieu à la perception d'une redevance calculée sur la valeur des titres apportés à l'offre, en application de l'article L. 621-5-3 du code monétaire et financier, la Cour d'appel a considéré qu'elle ne disposait d'aucune indication sur le montant de la contribution à percevoir, ne lui permettant pas ainsi de déterminer si cette contribution représente une part significative des ressources totales de l'AMF. Elle a rappelé néanmoins, qu'à supposer que l'article 6 de la CEDH soit applicable, en l'espèce, qu'en tout état de cause les décisions prises par l'AMF au terme de l'examen d'un projet d'offre publique peuvent faire l'objet d'un recours effectif devant sa juridiction présentant toutes les garanties prescrites par cet article de la CEDH.

Cet arrêt fait l'objet d'un pourvoi en cassation déposé le 25 novembre 2015.

L'offre publique d'acquisition visant les titres de la société O2i

Par un arrêt du 10 septembre 2015, la Cour d'appel de Paris a rejeté le recours en annulation formé le 13 avril 2015 par la société Prologue à l'encontre de la décision de l'AMF du 2 avril 2015 ayant déclaré non conforme le projet d'offre publique visant les titres de la société O2i qu'elle avait déposé, en sa qualité d'initiateur, le 9 décembre 2014.

Par cet arrêt, la Cour d'appel a confirmé l'application faite par l'AMF des dispositions de l'article 231-21 et sur renvoi de celles de l'article 261-1 5° de son règlement général quant à l'appréciation des conditions financières d'une offre au vu d'une expertise indépendante, dans la mesure où l'offre initiée par la société Prologue portait sur des instruments financiers de catégories différentes : des titres de capital et des titres donnant accès au capital en ce qu'elle visait l'intégralité des actions, des obligations convertibles et des bons de souscription ou d'acquisition remboursables émis par la société O2i. Elle a, à ce titre, précisé la lecture qui devait être faite des dispositions l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, lesquelles s'appliquent aux offres publiques d'acquisition en général, indépendamment de la contrepartie offerte, numéraire ou titre.

La Cour d'appel a relevé que, s'ils témoignaient de l'hostilité du conseil d'administration de la société O2i à l'offre faite par la société Prologue, les communiqués de presse de la société O2i ne pouvaient être considérés, ni dans le fond ni dans la forme, comme dénigrant cette offre ou jetant le discrédit sur son auteur, au mépris des dispositions de l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, sauf à placer le conseil d'administration de la société O2i dans l'impossibilité de faire connaître son avis sur l'offre en application des articles 231-17 et 231-19 du règlement général de l'AMF.

La Cour a reconnu, par ailleurs, la compétence du Collège de l'AMF, quant à l'appréciation de la complétude et de la cohérence de l'information délivrée par une société au regard des dispositions de l'article L. 621-8-1 du code monétaire et financier, et ce, quand bien même, les services en charge de l'instruction du projet d'offre n'auraient ni fait de commentaires, ni de demandes additionnels.

Enfin, la Cour a considéré que la lettre du secrétaire général de l'AMF en date du 14 avril 2015, soit postérieurement à la décision qui lui était déférée, invitant la société Prologue à se mettre en conformité avec la réglementation applicable ne saurait caractériser un excès de pouvoir de l'AMF. Comme le relevait le secrétaire général de l'AMF, l'offre faite publiquement par la société Prologue aux actionnaires de la société O2i d'apporter leurs titres sur une base individuelle « pourrait caractériser d'une part, un contournement de la décision de non-conformité » et d'autre part, être qualifiée d'« offre au public de titres Prologue ». En conséquence, pour la Cour, l'envoi de cette lettre relevait de l'exercice par l'AMF des responsabilités et des missions que la loi lui confie afin de veiller à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés financiers en application de l'article L. 621-1 du code monétaire et financier.

Cet arrêt fait l'objet d'un pourvoi en cassation déposé le 4 novembre 2015.

D. LES ACTIONS EN FAVEUR DES PME ET ETI

Dans le cadre de son plan stratégique 2013-2016, l'AMF a exprimé son ambition de « redonner du sens à la finance ». L'un des trois axes majeurs retenus est la volonté d'agir pour le financement de l'économie, et en particulier, de développer le financement des entreprises de petite taille et de taille intermédiaire (PME et ETI). L'AMF s'était engagée à développer une approche adaptée aux besoins particuliers des PME et des ETI en termes d'accompagnement, au regard notamment des exigences en matière d'information financière et de gouvernance qui sont parfois délicates à gérer pour ces sociétés.

Plusieurs initiatives ou actions ont été poursuivies par l'AMF en 2015 en faveur des PME et des ETI.

Dans un souci de pédagogie, l'AMF mène des actions de formation sur des sujets de réglementation. Deux ateliers pédagogiques ont ainsi eu lieu autour de l'accès au financement obligataire à Lyon et Marseille avec 70/80 participants en moyenne.

Afin d'encourager le dialogue et de mieux cerner les activités et les enjeux des PME-ETI, l'AMF est allée à la rencontre des émetteurs en effectuant des visites d'entreprises.

Premiers résultats de ces échanges, l'AMF a observé que, fin 2015, 10 % des émetteurs (il s'agit des émetteurs présentant leur document de référence selon le schéma européen et qui ont privilégié cette nouvelle approche) ont appliqué le schéma du document de référence adapté aux « valeurs moyennes » pour son premier exercice d'application.

En décembre 2015, l'AMF a également lancé une page spécifiquement dédiée aux PME et ETI sur son site internet dans la rubrique « Acteurs et produits/sociétés cotées et opérations financières/PME - ETI ». Cette page leur permet non seulement d'accéder à des documents qui leur sont spécifiques, comme le guide du document de référence des valeurs moyennes, mais aussi d'y retrouver l'agenda des ateliers pédagogiques ou des articles pratiques sur des questions récurrentes (dépôt de l'information réglementée sur ONDE, déclaration des dirigeants, etc.).

E. LE CONTRÔLE DES COMPTES

Les orientations (*guidelines*) de l'ESMA sur le contrôle des informations financières comptables, applicables à compter du 1^{er} janvier 2015 demandent aux régulateurs nationaux de présenter publiquement un éclairage sur les conclusions issues de leurs travaux de revue des comptes.

Concernant les revues des aspects comptables finalisées par les services de l'AMF en 2015 sur les revues des rapports financiers annuels et documents de référence, aucune modification des comptes n'a été demandée et des recommandations relatives aux prochains comptes ont été adressées à la moitié des sociétés revues. Lorsque des recommandations, ou des sujets nécessitant un suivi, sont identifiés par les services de l'AMF, ceux-ci effectuent systématiquement un suivi lors de la clôture comptable suivante. Les sujets ayant donné lieu le plus fréquemment à des recommandations sont les tests de dépréciation et la consolidation et entreprises associées.

Par ailleurs, huit sociétés ont demandé à l'AMF un avis préalable sur une analyse comptable en amont de la publication des comptes 2015.

La surveillance des marchés, les contrôles et les enquêtes

Au cours de l'année 2015, l'AMF a encore affiné ses outils de surveillance afin de répondre aux multiples évolutions susceptibles d'avoir un impact sur le fonctionnement des marchés. En particulier, le régulateur doit faire face à un nombre croissant d'opérations à surveiller, opérations facilitées par des technologies nouvelles, dans un contexte de modifications réglementaires profondes.

L'AMF a lancé en 2015 un programme ambitieux de modernisation de sa plateforme dédiée à la surveillance. Il doit lui permettre d'affiner son analyse quotidienne des opérations réalisées sur les marchés, d'assurer la synthèse des informations en provenance de sources multiples - acteurs de marché et homologues étrangers, notamment - et ainsi d'améliorer sa détection des abus de marché potentiels. Cette année, d'ailleurs, près de la totalité des enquêtes ouvertes à l'initiative de l'AMF l'ont été sur proposition de la surveillance des marchés.

En 2015, 75 enquêtes ont été terminées, dont 48 ont été réalisées dans le cadre d'une assistance portée aux autorités étrangères. Parmi les 27 autres enquêtes, près d'un tiers a donné lieu à l'ouverture d'une procédure de sanction.

En ce qui concerne les contrôles, 33 rapports de contrôle ont été envoyés au cours de l'année 2015 à des personnes régulées par l'AMF. Parallèlement, 12 dossiers ont donné lieu à l'envoi, en 2015, d'une ou plusieurs notifications de griefs dont 8 étaient assorties d'une proposition d'entrée en voie de composition administrative.

A. LA SURVEILLANCE DES MARCHÉS

L'AMF assure l'analyse quotidienne des opérations réalisées sur les marchés afin de détecter tout événement ou tout comportement anormal qui pourrait être qualifié d'abus de marché. Il s'agit notamment des cas de manipulation de cours, d'opération d'initié et de diffusion de fausse information, mais également d'éventuels manquements aux obligations professionnelles applicables aux intermédiaires financiers ou obligations de transparence. L'AMF veille ainsi au bon fonctionnement des marchés en examinant les opérations des acteurs du marché par croisement avec toutes les autres sources d'information mises à sa disposition.

Cette surveillance continue s'appuie sur une collecte quotidienne des déclarations de transactions qui lui sont transmises par les intermédiaires financiers au travers du système de *reporting* direct des transactions (RDT), par les infrastructures de marché et par les autres régulateurs ainsi que la collecte quotidienne des données d'ordres des plateformes de négociation françaises. Cette collecte est complétée par les informations obtenues auprès de divers fournisseurs de données, de la chambre de compensation, du dépositaire central, mais également auprès des *Trade Repositories* pour ce qui concerne les dérivés. Ce dispositif de surveillance s'appuie aussi sur des outils qui stockent les informations échangées sur les forums internet et les réseaux sociaux. Par ailleurs, la surveillance s'appuie sur les signalements externes, dont les déclarations d'opérations suspectes de la part des prestataires de services d'investissement (575 déclarations d'opérations suspectes en 2015).

Pour analyser un tel volume d'informations, l'AMF a développé sa plateforme de détection automatisée d'anomalies potentielles. Sur la base des alertes générées par la plateforme, les analystes de la surveillance des marchés croisent les informations et les

La surveillance en chiffres

Quels que soient le lieu de la transaction et la nationalité des contreparties, la surveillance des marchés s'exerce sur l'ensemble des instruments financiers négociés sur la Bourse de Paris, soit :

- 976 actions de sociétés cotées, dont 553 sur Euronext Paris, 184 sur Alternext Paris, 239 sur le Marché Libre, ainsi que les instruments financiers dérivés de ces titres ;
- plus de 2 500 titres de créance ;
- plus de 38 000 *warrants* et certificats ;
- les instruments dérivés listés sur matières premières.

complètent au besoin par des demandes d'informations complémentaires qu'ils adressent aux intermédiaires financiers, par exemple pour identifier les investisseurs finaux ou obtenir des précisions sur la passation des ordres. C'est en appréciant le comportement des bénéficiaires des transactions sur une période étendue et en développant une connaissance fine des valeurs et des déterminants de leur évolution que les anomalies identifiées peuvent être considérées ou non comme suffisamment suspectes et nécessiter une analyse approfondie en enquête. En 2015, l'AMF a enrichi son processus de détection de nouvelles alertes automatiques qui facilitent la détection de comportements manipulatoires sur le marché obligataire. En outre, depuis cette année, la surveillance utilise de manière plus systématique les informations d'identification des investisseurs finaux (lorsque l'information est disponible), ce qui lui permet de cibler plus facilement ses analyses sur un investisseur donné.

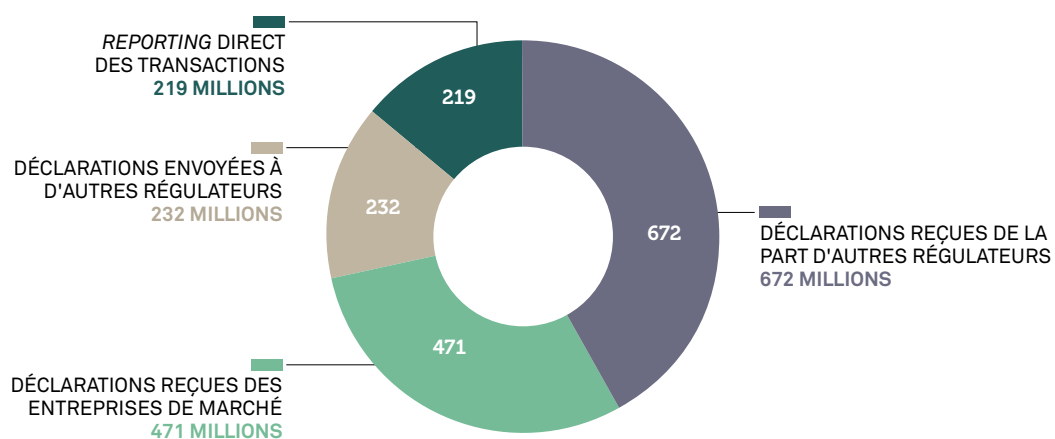
Par ailleurs, la Surveillance des marchés de l'AMF assure l'analyse et le traitement des données de marché recueillies en application des dispositions insérées en 2015 dans le règlement général de l'AMF qui renforcent la régulation des marchés d'instruments financiers dont le sous-jacent est une matière première agricole. Parues au *Journal officiel* du 14 mai 2015, ces dispositions prises en application de la loi de séparation et de régulation des activités bancaires comportent trois volets portant respectivement sur la déclaration des positions sur dérivés sur matières premières agricoles, la publication de ces positions par l'AMF et les limites de positions que les investisseurs peuvent prendre sur le marché.

Forte de l'expérience marché dont bénéficie une majorité de ses analystes ainsi que de la mine d'informations à sa disposition, la Surveillance réalise par ailleurs une veille stratégique pour identifier de nouveaux comportements ou le développement de nouvelles techniques de négociation, lesquels peuvent résulter de l'évolution de la réglementation ou du fonctionnement des marchés ou encore de certaines innovations financières. Elle peut ainsi détecter de nouvelles tendances, identifier l'émergence de possibles nouvelles poches de risques et adapter son organisation en accord avec ces tendances et pratiques. La surveillance a participé à la réalisation d'une étude sur le marché des *green bonds* (voir focus sur la veille stratégique, page 91).

L'évolution majeure du fonctionnement des marchés ces dernières années, et notamment l'explosion du volume d'opérations à surveiller, les nouvelles possibilités offertes par les technologies disponibles ainsi que les évolutions réglementaires à venir ont encouragé l'AMF à initier en 2015 un programme ambitieux de modernisation de sa plateforme informatique dédiée à la surveillance qui devrait l'amener à s'adapter à ces nouvelles évolutions à moyen terme.

Enfin, l'AMF s'engage activement avec ses homologues européens et internationaux notamment dans le partage de pratiques convergentes autour de la surveillance des marchés et le développement d'outils informatiques liés à sa mission. Ainsi en 2015, l'AMF a concrétisé sa coopération avec le régulateur belge par un partenariat autour des outils de la surveillance des marchés. Par ailleurs, l'AMF joue un rôle moteur dans le développement d'outils mutualisés au niveau de l'ESMA pour répondre à certaines exigences réglementaires.

En 2015, près de 1,6 milliard de déclarations de transactions ont transité par les systèmes de l'AMF



Le processus d'analyse a permis à la surveillance des marchés de proposer l'ouverture de 28 enquêtes



Focus sur la veille stratégique

Étude sur l'évolution de la liquidité

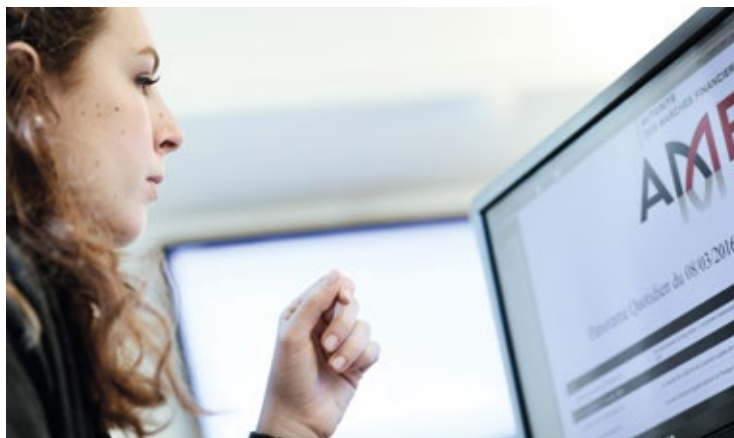
L'AMF a réalisé une analyse de l'évolution de la liquidité des marchés obligataires français entre 2005 et 2015 et des impacts potentiels des réglementations sur la liquidité. Les résultats suggèrent qu'après les fortes dégradations liées aux deux grandes crises financières de 2007 et 2011, la liquidité des marchés obligataires français s'améliore depuis 2012, sans pour autant retrouver son niveau d'avant la crise des *subprime*. Cette amélioration du niveau de liquidité sur les marchés obligataires ne présage toutefois pas de sa résilience en cas de chocs, l'étude des facteurs affectant le niveau de liquidité montrant leur caractère conjoncturel.

Étude sur le *trading* haute fréquence

La Surveillance a étudié le comportement des *traders* haute fréquence (HFT) en période de forte volatilité en analysant, notamment, l'évolution de la profondeur du carnet au cours des séances les plus agitées. L'AMF publiera cette étude dans le courant de l'année 2016. Ces travaux font écho aux futures dispositions réglementaires de MIF II que l'AMF a contribué à élaborer au niveau européen visant à encadrer l'activité des teneurs de marché.

Étude sur les *Green Bonds*

Dans le cadre de sa contribution au rapport moral sur l'argent dans le monde 2015 de l'Association d'économie financière, « Obligations vertes : simple *green washing* ou illustration d'un changement véritable des comportements ? », l'AMF s'est appuyée sur une étude réalisée précédemment sur le segment des *Green Bonds*. L'article présente l'évolution de ce marché en cours de structuration, dont le succès dépendra probablement de la capacité des acteurs à mettre en place les mécanismes visant à garantir que les fonds levés sont bien utilisés à des projets qui concourent à la préservation de l'environnement.



B. LE CONTRÔLE DES PROFESSIONNELS

L'AMF s'assure du respect de la réglementation par les prestataires relevant de sa compétence, notamment en :

- contrôlant que les prestataires de services d'investissement (PSI), les dépositaires d'OPC, les sociétés de gestion de portefeuille (SGP), les conseillers en investissements financiers (CIF) et les infrastructures de marché exercent leurs activités dans des conditions conformes à la réglementation ;
- surveillant le contrôle des conseillers en investissements financiers effectué par leurs associations professionnelles ;
- s'assurant que les produits d'épargne collectifs agréés respectent la réglementation applicable et les contraintes définies lors de l'agrément ;
- contrôlant le respect des règles adoptées par les infrastructures de marché ;
- contrôlant le respect par les entités réglementées des codes professionnels auxquels elles sont astreintes ;
- s'informant des conditions d'exercice des services d'investissement, des pratiques courantes et de l'adéquation de la réglementation à ces évolutions ;
- contribuant à détecter les comportements à risques nécessitant la mise en place de mécanismes de prévention, voire la modification de la réglementation.

La population des prestataires régulés par l'AMF se compose comme suit :

- 627 sociétés de gestion de portefeuille ;
- 221 établissements de crédit autorisés à fournir des services d'investissements ;
- 80 entreprises d'investissement ;
- 11 succursales de sociétés de gestion de portefeuille étrangères autorisées à intervenir en France en libre établissement en application des directives OPCVM et AIFM ;
- 145 succursales de prestataires de services d'investissement étrangers autorisés à intervenir en France en libre établissement, dont 54 entreprises d'investissement et 91 établissements de crédit ;
- 3 teneurs de compte conservateurs non prestataires de services d'investissement ;
- 4990 conseillers en investissements financiers et les 5 associations professionnelles chargées de les représenter collectivement et de défendre leurs droits et intérêts ;
- 30 conseillers en investissements participatifs.

LE DÉROULEMENT D'UN CONTRÔLE

1

OUVERTURE DE LA PROCÉDURE

Le secrétaire général ouvre un contrôle à la suite de propositions effectuées par les services de l'AMF.
Le secrétaire général établit un ordre de mission précisant l'identité du chef de mission et l'objet du contrôle.

2

RECUEIL DES INFORMATIONS

Les contrôleurs de l'AMF recueillent les informations nécessaires à leur mission auprès de la personne contrôlée (visite des locaux professionnels, demandes écrites ou auditions pour l'essentiel).

3

RAPPORT DE CONTRÔLE

Les contrôleurs analysent les informations recueillies et élaborent un rapport.
Le rapport est envoyé à l'entité contrôlée qui fait part de ses observations en réponse.

4

DÉCISION DU COLLÈGE

Le Collège de l'AMF examine les rapports de contrôle et les observations de l'entité contrôlée ; dans les cas où une notification de griefs est envisageable et, selon les cas, il décide de :

- notifier les griefs et proposer un accord de composition administrative ;
- notifier les griefs et ouvrir une procédure de sanction ;
- transmettre au procureur de la République si le rapport laisse suspecter d'éventuelles infractions pénales ;
- transmettre à une autre autorité compétente, nationale ou étrangère, si le rapport indique des faits qui ne relèvent pas de la compétence de l'AMF ;
- envoyer une lettre de suites à la personne contrôlée ;
- classer le dossier.

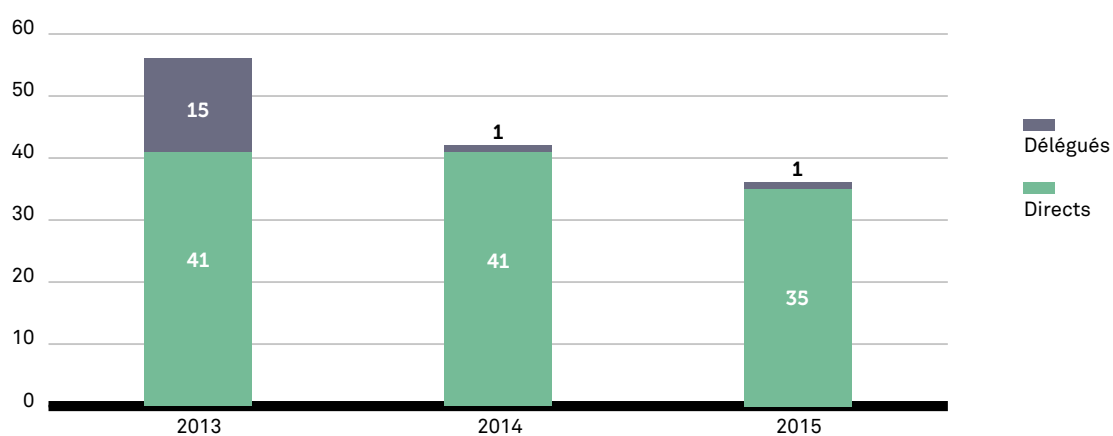
2. Les contrôles menés en 2015

Les contrôles en 2015			
	2013	2014	2015
Nombre de contrôles ouverts*	56	42	36
Nombre de rapports de contrôle envoyés**	64	46	33
Nombre de lettres de suites	53	43	29

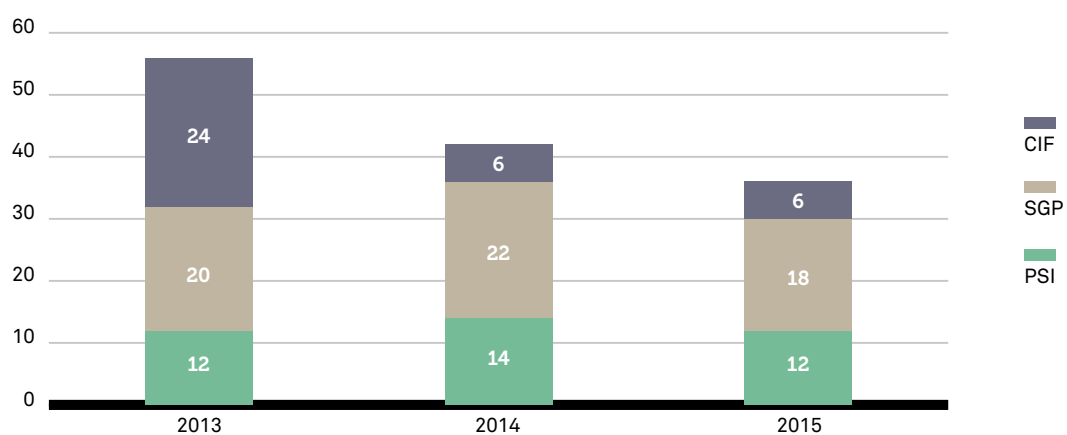
* Les chiffres présentés n'intègrent pas les contrôles de masse.

** Certaines missions de contrôle ouvertes sont en cours d'achèvement au 31 décembre 2015 de sorte que les rapports y afférents seront adressés aux personnes contrôlées en 2016.

RÉPARTITION DES CONTRÔLES OUVERTS PAR TYPE DE MISSIONS



RÉPARTITION DES CONTRÔLES OUVERTS PAR CATÉGORIE DE PROFESSIONNELS



État des lieux de l'année 2015

En 2015, 33 rapports de contrôle⁴¹ ont été envoyés aux personnes contrôlées : 10 à des prestataires de services d'investissement qui ne sont pas des sociétés de gestion de portefeuille, 15 à des sociétés de gestion de portefeuille, 1 à une infrastructure de marché et 7 à des conseillers en investissements financiers (hors contrôles de masse).

En 2014, puis en 2015, l'AMF a fait appel une seule fois à des corps de contrôle extérieurs (en l'occurrence à l'ACPR), ce qui explique une tendance à la baisse du nombre de missions réalisées.

Les suites données aux contrôles en 2015

12 rapports établis à la suite d'un contrôle ont conduit le Collège à décider, en 2015, de l'ouverture d'une procédure de sanction (se traduisant par l'envoi d'une notification de griefs aux personnes mises en cause). Ces contrôles concernent 3 prestataires de services d'investissement qui ne sont pas des sociétés de gestion de portefeuille, 8 sociétés de gestion de portefeuille et 1 conseiller en investissements financiers et portent principalement sur le contrôle du respect des règles de conduite qui leur sont applicables.

Pour 8 contrôles, l'AMF a décidé de procéder à l'envoi d'une ou plusieurs notifications de griefs assorties d'une proposition d'entrée en voie de composition administrative (c'est-à-dire une proposition de conclure une « transaction »)⁴². Pour les 4 autres, il a été décidé d'ouvrir une procédure de sanction sans proposer de conclure d'accord.

Les enseignements à retenir des contrôles 2015

Les contrôles opérés sur les prestataires de services d'investissement

En 2015, les 12 contrôles ouverts ont porté sur des prestataires de services d'investissement de tailles très différentes et sur des thèmes très variés.

Le thème de la tenue de compte conservation, lié à la protection des avoirs des clients, a été reconduit en 2015. Deux missions ont ainsi été menées chez des teneurs de compte conservateurs de taille importante,

plus particulièrement sur les dispositifs de contrôle destinés à prévenir l'utilisation des titres des clients et sur la supervision par ces établissements de leurs mandataires (sous-conservateurs).

Trois nouveaux thèmes ont été abordés en 2015 :

- l'analyse financière : 3 missions ont porté sur l'application des règles relatives à l'analyse financière, notamment de la position-recommandation AMF DOC-2013-25 (guide relatif à l'analyse financière), applicable depuis le 30 juin 2014 ;
- la fonction de contrôle dépositaire d'organismes de placement collectif (OPC) : 2 missions ont porté sur des petits dépositaires d'organismes de placement collectif, afin de vérifier les moyens alloués au contrôle dépositaire et la réalité des contrôles réalisés sur la régularité des décisions des OPC ou de leur société de gestion ;
- la gestion des conflits d'intérêts : 2 missions ont été lancées sur l'identification et la gestion des conflits d'intérêts, en particulier entre l'activité pour compte propre, l'activité de *corporate* finance et les autres activités pour compte de tiers.

Par ailleurs, la commercialisation d'instruments financiers a été abordée par 3 missions, de manière très ciblée, sur des types de produits très différents (CFD/Forex, parts de fonds communs de titrisation, produits structurés). Plusieurs aspects de la protection des intérêts des épargnants ont ainsi été examinés au travers de la vérification des obligations professionnelles en matière de connaissance et de catégorisation des clients, de conseil en investissement et d'information fournie aux clients.

Enfin, une mission de contrôle a porté sur le dispositif automatisé de détection des abus de marché.

Les contrôles effectués sur les sociétés de gestion de portefeuille

Les 18 contrôles de sociétés de gestion de portefeuille ont couvert des acteurs de tailles variables conduisant des activités diverses (gestion monétaire et obligataire, capital investissement, gestion structurée, titrisation, etc.).

L'AMF a poursuivi son programme de contrôle des dispositifs de passage d'ordres (pré-affectation des ordres, traçabilité de la piste d'audit). Dans quelques cas, il a été relevé que les procédures ne couvraient pas l'ensemble des modes de passation d'ordres et prévoyaient des modalités d'affectation différentes en

⁴¹ Nombre de rapports envoyés à la suite de missions de contrôle terminées en 2015, quelle que soit la date d'ouverture de la mission.

⁴² Cf. page 111.

fonction du type d'instrument financier. En outre, les contrôles internes menés par les sociétés de gestion de portefeuille n'étaient pas suffisamment axés sur les éléments probants de la piste d'audit (tickets d'ordres, courriels, conversations téléphoniques).

Enfin, une attention particulière a été portée aux thèmes récurrents suivants, déterminants en matière de protection des investisseurs :

- l'encadrement et la gestion des conflits d'intérêts et leur contrôle, dans différents domaines (gestion des fonds, commercialisation, etc.) ;
- la qualité des dispositifs de contrôle interne et la traçabilité des contrôles menés au sein des sociétés de gestion de portefeuille ;
- le respect du programme d'activité de la société de gestion de portefeuille, notamment en matière de moyens et d'étendue des activités exercées, ainsi que l'exactitude et la complétude des informations communiquées à l'AMF lors de l'instruction du dossier d'agrément de sociétés de gestion de portefeuille et de fonds ;
- le respect des dispositions relatives aux fonds propres des sociétés de gestion de portefeuille, tant au regard de leur niveau que de leur placement sur des supports sûrs et prudents ;
- la qualité de l'information délivrée aux investisseurs via les différents supports de communication (plaquettes commerciales, site internet, *reportings*, etc.) ainsi que le respect des règles énoncées dans les documents réglementaires et contractuels des produits (prospectus des fonds et mandats de gestion) ;
- la conformité et la pertinence des dispositifs de valorisation.

Dans la continuité des années précédentes, plusieurs contrôles ont comporté un volet relatif à la lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme (LCB/FT), qui reste un thème de contrôle majeur, avec en ligne de mire la mise en œuvre de la 4^e directive européenne en la matière. Ils ont notamment porté sur la vérification de l'existence de procédures adéquates, la formation du personnel et la qualité des contrôles effectués, dont ceux relatifs à la connaissance du client et aux opérations inhabituelles ou complexes. Si la plupart des sociétés de gestion de portefeuille contrôlées ont effectivement déployé un dispositif de contrôle en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme, dans quelques cas, celui-ci ne s'avérait pas

suffisamment opérationnel ni formalisé (absence de fiches LCB/FT, défaut d'actualisation des dossiers, lacunes en matière d'identification des bénéficiaires effectifs sur base probante, etc.).

Les contrôles opérés sur les conseillers en investissements financiers

Depuis mai 2014, l'AMF a conduit 162 contrôles dits « de masse » sur des conseillers en investissements financiers répartis sur dix villes, avec l'appui de cabinets externes, ou des directions régionales la Banque de France. Ces contrôles de masse permettent de répondre au défi particulier que constitue le contrôle des conseillers en investissements financiers, population d'environ 5000 personnes physiques et morales. Dans 10 % des cas, ces contrôles ont été complétés par un contrôle sur place. S'y ajoutent les contrôles délégués à l'Institut d'émission des départements d'outre-mer (IEDOM/IEOM) sur le thème de la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme (17 en 2015, conduits à la Réunion).

Parallèlement à ces contrôles de masse, 6 missions de contrôle classiques ont été conduites.

Les contrôles réalisés cette année ont confirmé la grande diversité des acteurs conseillers en investissements financiers et de leurs pratiques. Ils ont, par ailleurs, permis de constater que ces professionnels ne maîtrisaient pas toujours les risques de certains produits atypiques conseillés auprès de leur clientèle. Enfin, le respect des obligations professionnelles dans le cadre de la relation client ou des diligences LCB/FT était parfois perfectible.

C. LES ENQUÊTES

Les enquêtes sont ouvertes par le secrétaire général de l'AMF. Elles sont le plus souvent la conséquence de constatations faites dans le cadre de la surveillance des marchés, du suivi des sociétés cotées ou de plaintes. Elles peuvent également faire suite à une demande d'une autorité étrangère.

LE DÉROULEMENT D'UNE ENQUÊTE



OUVERTURE DE L'ENQUÊTE

Le secrétaire général de l'AMF ouvre une enquête à la suite de la constatation d'un comportement susceptible de constituer une infraction aux règles boursières.
Le secrétaire général précise le champ de l'enquête et la date à partir de laquelle les faits analysés seraient susceptibles de donner lieu à une procédure de sanction.



RECUEIL DES INFORMATIONS

Les enquêteurs de l'AMF recueillent les informations nécessaires à leur investigation (visite des locaux professionnels, demandes écrites ou auditions, requêtes internationales).



RAPPORT D'ENQUÊTE

Les enquêteurs analysent les informations recueillies et élaborent un rapport visant à qualifier d'éventuels manquements.



LETTRE CIRCONSTANCIÉE

Une « lettre circonstanciée » est adressée à toute personne susceptible d'être mise en cause afin qu'elle fasse part de ses observations en réponse.



DÉCISION DU COLLÈGE

Le Collège de l'AMF examine le rapport d'enquête et, selon les cas, décide de :

- notifier les griefs et ouvrir une procédure de sanction ;
- notifier les griefs et, dans certains cas, proposer un accord de composition administrative ;
- transmettre au procureur de la République si le rapport laisse suspecter d'éventuelles infractions pénales ;
- transmettre à une autorité, nationale ou étrangère, si le rapport indique des faits qui ne relèvent pas de la compétence de l'AMF ;
- envoyer une lettre d'observation ;
- classer le dossier.

Les enquêtes ouvertes et terminées

Année	2013	2014	2015
Enquêtes ouvertes par l'AMF	77	83	65
Enquêtes terminées	83	68	75
Enquêtes ayant donné lieu à l'ouverture d'une procédure de sanction*	15	10	8

* C'est-à-dire ayant donné lieu à l'envoi d'une ou plusieurs notifications de griefs. Il s'agit des dossiers transmis par le président de l'AMF à la Commission des sanctions au 31 décembre de l'année.

1. L'origine et la typologie des enquêtes en 2015

L'origine des enquêtes ouvertes

En 2015, 25 enquêtes ont été ouvertes à l'initiative de l'AMF et 40 enquêtes (contre 50 en 2014) ont été ouvertes dans le cadre de la coopération internationale entre régulateurs (soit un total de 65 enquêtes ouvertes cette année).

24 des 25 enquêtes diligentées à l'initiative de l'AMF l'ont été sur proposition de la Division de la surveillance des marchés. La dernière trouve son origine dans un signalement émanant de la Direction des émetteurs de l'AMF.

De manière générale, les propositions d'enquête peuvent provenir d'autres directions de l'AMF (Direction des affaires comptables, Direction de la gestion d'actifs, Direction des relations avec les épargnants) voire de la Direction des enquêtes elle-même. Elles peuvent également trouver leur origine dans des plaintes ou des demandes d'avis formulées par l'autorité judiciaire.

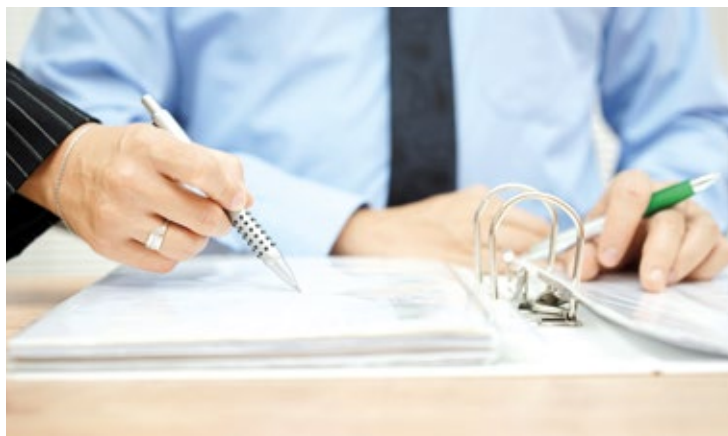
Les suites accordées aux enquêtes terminées

En 2015, 75 enquêtes ont été terminées, dont 48 ont été réalisées dans le cadre d'une assistance portée aux autorités étrangères. En ce qui concerne ces enquêtes réalisées dans le cadre de la coopération internationale, il appartient aux homologues étrangers de se prononcer sur l'opportunité d'entrer ou non en voie de sanction sur la base, entre autres, des informations transmises par l'AMF.

Les 27 autres enquêtes terminées en 2015⁴³, ont donné lieu :

- pour 8 d'entre elles, à l'ouverture d'une procédure de sanction ;
- pour 15 d'entre elles, à une transmission à l'autorité judiciaire ;
- pour 11 d'entre elles, à l'envoi d'une ou plusieurs lettres d'observations ;
- pour 11 d'entre elles, à un classement sans suite ;
- pour l'une d'entre elles, à la publication d'un communiqué de presse par l'AMF.

43. Certaines enquêtes ont donné lieu à l'envoi d'une lettre d'observations à l'égard de certaines personnes et à l'ouverture d'une procédure de sanction à l'égard d'autres personnes mises en cause.



La typologie des enquêtes

La majorité des enquêtes ouvertes porte sur de possibles manquements boursiers de type abus de marché : opérations d'initiés, diffusion de fausse information et manipulation de cours.

Répartition par objet des enquêtes ouvertes en 2015		
Thème de l'enquête*	2014	2015
Marché des titres de capital et obligataires (comportement d'initié ou manœuvre entravant le bon fonctionnement du marché)	27	20
Information financière	11	9
Autres (CIF, démarchage, etc.)	1	3
Coopération internationale	50	40

* Le total est supérieur au nombre d'enquêtes ouvertes, car certaines enquêtes portent à la fois sur le marché du titre (manipulation de cours et opérations d'initiés) et sur l'information financière.

D. LA COOPÉRATION INTERNATIONALE

L'AMF a poursuivi la coopération avec ses homologues étrangers en matière d'enquête, de contrôle, de surveillance des marchés et d'échange d'informations sur les intermédiaires financiers.

Elle a, dans ce cadre, adressé des requêtes d'assistance à plus de 40 régulateurs.

De son côté, l'AMF a reçu 193 requêtes d'assistance de ses homologues étrangers, dont 40 ont donné lieu à l'ouverture d'une enquête par l'AMF. Ces requêtes concernaient des opérations relevant de la compétence de régulateurs étrangers mais réalisées par des personnes situées en France.

Plus de 27 % des requêtes d'assistance présentées par l'AMF sont adressées au régulateur britannique. Par ailleurs, les demandes adressées aux autorités suisses, luxembourgeoises, belges et américaines ont été nombreuses cette année. Elles sont, pour les trois premières, en hausse par rapport aux années précédentes.

Les enquêtes nécessitant une coopération internationale liée à la recherche d'opérations d'initiés restent majoritaires.

Répartition des demandes d'assistance selon les principaux pays concernés

Pays	Demandes 2014		Demandes 2015	
	Reçues par l'AMF	Adressées par l'AMF	Reçues par l'AMF	Adressées par l'AMF
Allemagne	13	23	13	19
Bahamas*	-	-	1	6
Belgique	21	22	22	29
Bermudes	-	-	-	2
Canada	2	4	3	4
Chypre*	-	-	2	8
Danemark	1	13	1	8
Espagne	4	2	2	3
États-Unis	15	31	15	26
Hong-Kong	7	2	12	5
Iles Vierges Britanniques	-	4	-	2
Irlande	2	4	3	2
Israël	-	5	-	17
Italie	7	10	9	18
Liban	-	7	-	4
Liechtenstein	-	4	-	3
Luxembourg	29	28	17	38
Malte*	-	-	14	4
Monaco	1	4	1	9
Pays-Bas	13	9	10	8
Portugal*	-	-	11	5
Royaume-Uni Dont article 57 de la MIF	33	157	21	133 1
Singapour	7	4	7	7
Suède	10	6	6	7
Suisse	6	70	4	78
Autres	52**	42**	19	47
TOTAL	223	451	193	492

Source AMF

* En 2014, ces pays figuraient dans la rubrique « Autres ».

** Ont été regroupées dans cette rubrique les autres demandes qui, en raison de leur faible quantité, n'ont pas été répertoriées par pays : Afrique du Sud, Andorre, Algérie, Australie, Autriche, Chine, Corée, Croatie, Dubaï, Irlande, Gibraltar, Grèce, Hongrie, Inde, Maroc, Mexique, Pologne, République tchèque, Roumanie, Taiwan et Turquie.

Répartition des demandes d'assistance selon leur nature

	Demandes 2014		Demandes 2015	
	Reçues par l'AMF	Adressées par l'AMF	Reçues par l'AMF	Adressées par l'AMF
Agrément				
Demandes d'informations sur les intermédiaires	140	23	115	47
Surveillance et recherche de manquements				
Utilisation d'informations privilégiées	52	362	49	318
Communication de fausses informations	4	5	1	19
Manipulations de cours	7	25	9	29
Démarchages irréguliers	3	22	5	18
Franchissements de seuil	2	3	-	5
Surveillance ventes à découvert	4	-	-	-
Obligations professionnelles	-	-	3	10
Autre*	11	11	11	46
TOTAL	223	451	193	492

Source AMF

* Ont été regroupées dans cette rubrique les demandes d'assistance relatives à d'autres sujets tels que le reporting des transactions et la surveillance du marché obligataire.

E. LES TRANSMISSIONS AUX AUTORITÉS COMPÉTENTES

Depuis la loi du 6 décembre 2013, le procureur de la République financier a seul compétence pour poursuivre les délits d'initié ou les délits de diffusion de fausse information et/ou de manipulation de cours⁴⁴. L'AMF transmet ainsi le rapport d'enquête si l'un des griefs notifiés est susceptible de constituer l'un de ces délits.

En outre, l'AMF, dès lors qu'elle a connaissance d'un crime ou d'un délit, doit en informer sans délai le procureur de la République⁴⁵. Ainsi les faits constatés susceptibles de revêtir une qualification pénale n'entrant pas dans le champ de compétence du procureur de la République financier seront transmis au procureur de la République du Tribunal de grande instance compétent (le Parquet).

Les transmissions au Parquet peuvent aussi trouver leur origine dans des demandes d'avis formulées par les autorités judiciaires saisies de poursuites relatives à des sociétés offrant des instruments financiers au

44. Articles 705-1 du code de procédure pénale et L. 621-15-1 du code monétaire et financier.

45. Article 40 du code de procédure pénale et L. 621-20-1 du code monétaire et financier.

public ou dans des infractions commises à l'occasion d'opérations de bourse⁴⁶, ou dans le fait qu'une information judiciaire a été ouverte sur les mêmes faits.

Par ailleurs, il peut s'agir d'une transmission au Parquet général compétent, afin qu'il apprécie la nécessité d'engager des poursuites disciplinaires contre un ou plusieurs commissaires aux comptes dans des cas de manquements à leurs règles professionnelles révélés par l'enquête.

En 2015, l'AMF a transmis à la justice 15 rapports d'enquête (dont 5 ont donné lieu à l'ouverture d'une procédure de sanction par l'AMF) et 2 rapports de contrôle.

Au cours de l'année, dans le contexte de la réforme du cadre répressif des abus de marché à la suite de la décision n° 2014-453/454 QPC et 2015-462 QPC du 18 mars 2015 du Conseil constitutionnel relative au cumul des poursuites pour manquement et délit d'initié, l'AMF a en outre intensifié sa collaboration avec l'autorité judiciaire.

Enfin, 3 rapports de contrôle ont été transmis à d'autres autorités administratives ou professionnelles françaises (Tracfin, Direction générale de la concurrence de la consommation et de la répression des fraudes, Haut Conseil du commissariat aux comptes, etc.).



Les sanctions et les transactions

La Commission des sanctions est l'organe de jugement de l'AMF. Elle statue sur les griefs notifiés aux personnes mises en cause. Elle dispose du pouvoir de prononcer des sanctions pécuniaires et disciplinaires à l'égard des professionnels soumis au contrôle de l'AMF et des personnes physiques placées sous leur autorité ou agissant pour leur compte, au titre de tout manquement à leurs obligations professionnelles. Elle peut également sanctionner toute personne, physique ou morale, quelle que soit son activité, ayant commis ou tenté de commettre un manquement à la réglementation relative aux abus de marché ou ayant commis

tout autre manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché. Les sanctions pécuniaires prononcées peuvent atteindre 100 millions d'euros ou dix fois le montant des profits éventuellement réalisés.

La Commission des sanctions homologue également les accords de composition administrative, aussi appelés « transactions », conclus par le secrétaire général et validés par le Collège.

46. Article L. 466-1 du code monétaire et financier.

A. LES SANCTIONS

La procédure devant la Commission des sanctions se déroule comme suit :





1. Les chiffres

Au cours de l'année 2015, la Commission des sanctions a rendu 22 décisions (hors les 12 décisions d'homologation de composition administrative) dont une décision de sursis à statuer. Ces décisions ont concerné 71 personnes (dont 29 personnes morales et 42 personnes physiques).

Elles ont abouti à la mise hors de cause de 2 personnes physiques et au prononcé de 65 sanctions pécuniaires, allant de 3 000 euros à 5 000 000 d'euros, pour un montant total de 21 325 000 euros, réparties entre 28 personnes morales et 37 personnes physiques.

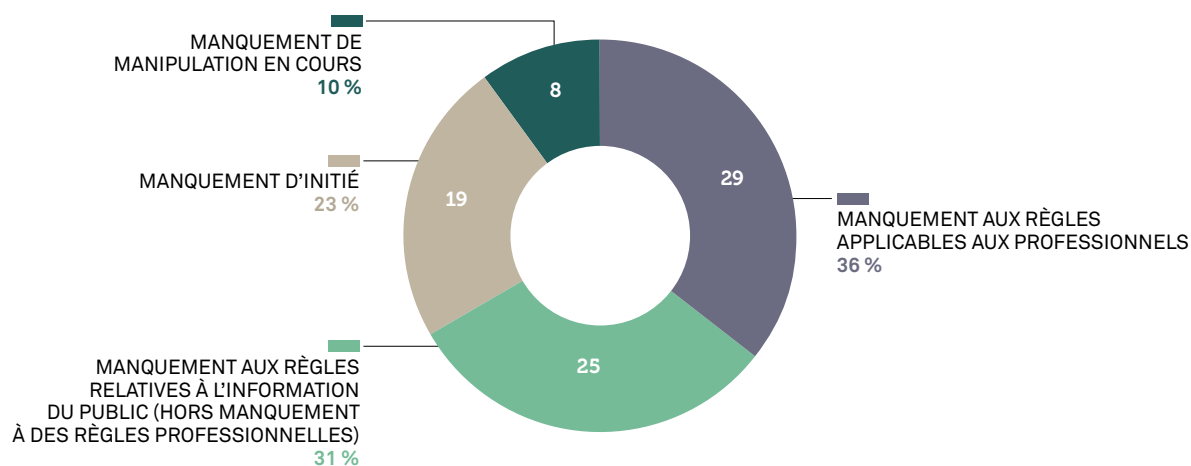
La Commission des sanctions a également prononcé 4 sanctions disciplinaires (qui concernent 3 personnes physiques et 1 personne morale) dont 2 n'étaient pas assorties d'une sanction pécuniaire. Ces sanctions disciplinaires se décomposent comme suit :

- 1 interdiction temporaire d'exercer portant au moins sur une activité ;
- 1 blâme ;
- 2 avertissements.

L'une des décisions rendues portait sur le réexamen d'une sanction définitive prononcée à l'égard d'une personne physique par la Commission des sanctions. Cette décision n'a pas donné lieu au prononcé d'une sanction ou d'une mise hors de cause.

Les décisions de la Commission des sanctions ayant donné lieu au prononcé d'une sanction concernent les manquements indiqués dans le graphique ci-dessous.

MANQUEMENTS SANCTIONNÉS EN 2015*



* Une décision peut porter sur plusieurs manquements

Les décisions rendues sur le fond ont toutes été publiées sur le site internet de l'AMF.

2. Exemples de décisions de la Commission des sanctions en 2015

Manquement d'un émetteur à son obligation d'informer le public « dès que possible » (décisions des 11 février, 3 mars, 10 mars, 2 avril, 30 mai et 23 juillet 2015).

Au cours de l'année 2015, la Commission des sanctions de l'AMF a été saisie de 6 procédures dans lesquelles des griefs avaient été notifiés sur le fondement de l'article 223-2 du règlement général de l'AMF aux termes duquel « tout émetteur doit, dès que possible, porter à la connaissance du public toute information privilégiée définie à l'article 621-1 et qui le concerne directement ».

S'agissant du champ d'application de l'article 223-2, la Commission des sanctions a précisé que l'obligation de communication était prévue, quelle que soit la nature de l'information privilégiée détenue par l'émetteur, et a retenu des informations relatives :

- à l'acquisition d'une société qui modifiait les perspectives d'avenir de la société acquéreur (décision du 10 mars 2015) ;
- à l'existence de difficultés financières de nature à peser sur la continuité de l'entreprise (décision du 11 février 2015) ;
- au caractère fortement déficitaire, de l'ordre de 5 millions d'euros, du résultat net consolidé de l'exercice clos (décision du 2 avril 2015) ;
- à la dégradation à venir du résultat opérationnel (décision du 23 juillet 2015) ou des résultats annuels (décision du 30 mai 2015) ;
- à l'objectif de résultat d'exploitation supérieur à 300 millions d'euros, tel que préalablement annoncé au public, peu important que les chiffres relatifs au résultat n'aient été que provisoires et non fiables (décision du 3 mars 2015).

La Commission des sanctions a souligné que la communication prévue au titre de l'information périodique ne dispensait pas l'émetteur de porter une information à la connaissance du public dès que possible, sans attendre la publication des comptes, dès lors qu'elle était privilégiée (décision du 30 mai 2015). Elle a également retenu que l'émetteur ne pouvait valablement invoquer l'absence de publication antérieure de prévisions de résultats pour tenter de s'exonérer de toute responsabilité concer-

nant la communication d'une information privilégiée relative au caractère fortement déficitaire du résultat net à venir du dernier exercice clos (décision du 2 avril 2015), relevant à cet égard que le rapport du groupe de travail présidé par Jean-François Lepetit relatif aux avertissements sur résultats recommandait une communication officielle spécifique dans un délai rapide en l'absence d'occasion fournie par une communication périodique devant intervenir à brève échéance (décision du 3 mars 2015).

S'agissant du caractère tardif de la communication, la Commission des sanctions l'a retenu, au cours de l'année 2015, pour des communications intervenues dans des délais allant de 21 jours (décision du 3 mars 2015) à 133 jours (décision du 10 mars 2015) à compter de la date à laquelle l'information était devenue privilégiée.

S'agissant de l'imputabilité du manquement, la Commission des sanctions a énoncé que celui-ci était par principe imputable à l'émetteur, sur qui pèse l'obligation d'information permanente (décisions du 3 mars et du 30 mai 2015) et que les dirigeants de l'émetteur en répondaient aussi en application des dispositions de l'article 221-1 du règlement général de l'AMF à moins que des circonstances particulières ne les aient privés de l'exercice total ou partiel de leurs fonctions (décisions du 3 mars et du 30 mai 2015).

La Commission des sanctions a rappelé que le manquement à l'article 223-2 était de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs et au bon fonctionnement du marché. Elle a précisé, dans l'une de ses décisions, qu'il avait eu pour effet, de même que celui relatif à l'obligation de délivrer une information exacte, précise et sincère, de masquer la situation réelle de l'émetteur (décision du 3 mars 2015).

Ces six procédures ont conduit au prononcé de sanctions pécuniaires dont les montants se sont échelonnés, pour les émetteurs, entre 50 000 euros et 1 000 000 d'euros et, pour leurs dirigeants, entre 40 000 et 150 000 euros. Sanctionnant plusieurs manquements, sauf dans un cas (décision du 2 avril 2015), et concernant des émetteurs hétérogènes, les montants retenus dans chaque procédure ne se prêtent guère à une comparaison.

Les décisions des 10 mars 2015, 2 avril 2015 et 30 mai 2015 ont fait l'objet d'un recours devant la Cour d'appel de Paris.

Par décision du 24 mars 2016, la Cour d'appel Paris a rejeté les recours formés contre la décision de la Commission des sanctions du 2 avril 2015.

Demande de réexamen d'une décision d'interdiction définitive d'exercer l'activité de gestion pour compte de tiers prononcée par la COB (décision du 19 juin 2015)

Dans sa décision du 19 juin 2015, la Commission des sanctions a rejeté une demande de réexamen d'une sanction disciplinaire devenue définitive. Ce réexamen, qui n'est prévu par aucun texte, avait été sollicité à la suite d'une décision de la Cour européenne des droits de l'homme (CEDH).

Dans cette affaire, le demandeur avait été condamné à une interdiction d'exercer l'activité de gestion pour compte de tiers par une décision de la COB du 12 février 2002 devenue définitive à la suite du rejet de son recours par le Conseil d'État. La CEDH avait constaté, par un arrêt du 20 janvier 2011, une triple violation de la Convention de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales, tenant à l'impossibilité d'obtenir la tenue de débats publics et d'avoir connaissance de l'identité des personnes composant la formation de jugement de la COB ainsi qu'à la présence du commissaire du Gouvernement au délibéré du Conseil d'État.

Le demandeur avait ensuite présenté une demande tendant à ce que l'AMF « revoie » la décision de sanction du 12 février 2002 ou, compte tenu du délai écoulé, l'autorise à exercer à nouveau sa profession.

Saisi d'un recours formé contre la décision de rejet du président de l'AMF, le Conseil d'État, par décision du 30 juillet 2014, avait annulé celle-ci après avoir retenu qu'en se prononçant ainsi au seul motif que les textes applicables n'organisaient pas de procédure de réexamen ou de relèvement des sanctions sans transmettre la demande à la Commission des sanctions, le président de l'AMF avait excédé sa compétence et commis une erreur de droit.

Dans sa décision précitée, la Commission a d'abord énoncé que « *l'autorité investie du pouvoir de sanction, lorsqu'elle est saisie d'une demande en ce sens, doit examiner s'il existe des éléments nouveaux de droit ou de fait devant être pris en considération et apprécier s'ils sont de nature à remettre en cause la poursuite de l'exécution de la sanction qu'elle a prononcée et, le cas échéant, y mettre fin, en tout ou en partie, pour l'avenir,*

et ce eu égard aux intérêts dont elle a la charge, aux motifs de la sanction et à la gravité de ses effets ainsi qu'à l'incidence desdits éléments nouveaux sur le maintien de la sanction prononcée ».

Elle a ensuite retenu que l'arrêt de la CEDH constituait un élément nouveau mais a considéré que les violations constatées par cette dernière n'avaient pas été d'une gravité telle qu'un doute sérieux serait jeté sur le résultat de la procédure. Elle a également constaté que les exigences relatives à l'exécution de l'arrêt de la CEDH avaient été respectées.

De ces éléments, elle a déduit que la poursuite de l'exécution de la sanction ne méconnaissait pas les exigences de la Convention.

Elle a par ailleurs considéré que ne constituaient pas des éléments nouveaux devant être pris en considération le temps écoulé depuis le prononcé de la sanction le comportement du demandeur et les décisions de justice invoquées par lui, dès lors qu'elles étaient sans incidence sur les faits retenus par la décision de la COB et que l'élément principal qu'elles soulignaient était connu du Conseil d'État lorsqu'il avait rejeté le recours.

Par décision du 9 mars 2016, le Conseil d'État a rejeté le recours formé contre la décision de la Commission des sanctions du 19 juin 2016.

Obligations des conseillers en investissements financiers (décisions des 9 juillet et 6 octobre 2015) :

Au cours de l'année 2015, la Commission des sanctions a rendu plusieurs décisions concernant les conseillers en investissements financiers (CIF). Ces décisions apportent des précisions relatives notamment à la compétence de la Commission des sanctions pour sanctionner les CIF, aux contours des obligations de bonne conduite qui incombent aux CIF, aux diligences qu'ils doivent effectuer dans le cadre de leur activité et à la qualité de l'information qu'ils doivent fournir à leurs clients.

• Sur la compétence de la Commission des sanctions

Dans sa décision du 9 juillet 2015, la Commission des sanctions s'est déclarée compétente (sous réserve des pouvoirs de l'ACPR sur les activités relevant exclusivement de sa compétence) pour prononcer des sanctions à l'encontre de CIF en cas de manquement aux lois, règlements et obligations professionnelles à

l'occasion de l'exercice par un CIF d'une activité non habituelle (c'est-à-dire une activité relevant du II de l'article L. 541-1 du code monétaire et financier).

- **Sur le champ d'application des obligations de bonne conduite des CIF**

Dans ses décisions du 9 juillet 2015 et du 6 octobre 2015, la Commission des sanctions a précisé le champ d'application des règles de bonne conduite à respecter par les CIF, qui sont définies dans le code monétaire et financier et le règlement général de l'AMF. Plus précisément, elle s'est prononcée sur l'application de ces règles aux activités habituelles (c'est-à-dire aux activités relevant du I de l'article L. 541-1 du code monétaire et financier) et/ou aux activités non habituelles (c'est-à-dire aux activités relevant du II de l'article L. 541-1 du code monétaire et financier) exercées par les CIF.

- **Sur la nature des diligences incombant aux CIF**

Dans sa décision du 9 juillet 2015 déjà citée, la Commission des sanctions a examiné si les vérifications faites par un CIF, personne morale, dans le cadre des conseils en investissement prodigués à ses clients sur un produit financier étaient suffisantes. Elle a retenu que les vérifications opérées n'étaient de nature à attester ni de la réalité des caractéristiques du produit présenté, ni de la capacité de la société proposant ce produit d'honorer les promesses faites aux clients du CIF quant à la sécurisation des fonds déposés ou au rendement du produit financier. Elle a donc considéré qu'en proposant un produit sans procéder aux vérifications minimales nécessaires et sans se doter d'outils permettant de renseigner ses clients sur l'évolution concrète de leurs investissements, le CIF avait manqué à ses obligations professionnelles qui imposent d'agir avec la compétence, le soin et la diligence qui s'imposent au mieux des intérêts de leurs clients, afin de leur proposer une offre de services adaptée et proportionnée à leurs besoins et à leurs objectifs et d'être dotés des ressources et procédures nécessaires pour mener à bien leurs activités et mettre en œuvre ces ressources et procédures avec un souci d'efficacité.

- **Sur la qualité de l'information devant être délivrée aux clients**

Toujours dans sa décision du 9 juillet 2015, la Commission des sanctions a considéré que le CIF avait manqué à l'obligation de fournir à ses clients une information exacte, claire et non trompeuse en

omettant de les informer du caractère difficilement conciliable des caractéristiques supposées du produit offrant à la fois une garantie du capital et un rendement annuel garanti de plus de 36 %.

Dans sa décision du 6 octobre 2015, elle a retenu que l'information délivrée par un CIF sur deux produits, qui ne mentionnait pas les risques associés à l'investissement tout en prétendant apporter, pour l'un des deux produits, une « *garantie de rendement et de liquidité* » n'était pas claire, exacte et non trompeuse, de sorte que ce dernier n'avait pas exercé son activité avec le soin et la diligence qui s'imposaient afin d'agir au mieux des intérêts de ses clients.

À cet égard, elle a notamment précisé qu'il était sans incidence sur la caractérisation du grief que le mis en cause prétende s'être borné à relayer l'information transmise par la société ayant mis en place le produit, seule rédactrice des plaquettes commerciales, dès lors que l'obligation d'adresser des informations présentant un caractère exact, clair et non trompeur est également applicable à celles dont le CIF n'est pas l'auteur.

Condamnation d'un *trader* haute fréquence pour manquement de manipulation de cours et d'une entreprise de marché pour manquement aux obligations de neutralité et d'impartialité (décision du 4 décembre 2015)

Par décision du 4 décembre 2015, la Commission des sanctions a prononcé une sanction de 5 millions d'euros à l'encontre d'une société pour manipulation de cours et méconnaissance de dispositions des règles de marché, ainsi qu'une sanction du même montant à l'encontre de l'entreprise de marché pour ne pas avoir respecté l'obligation d'exercer ses activités avec neutralité et impartialité dans le respect de l'intégrité du marché.

Il était reproché à la société de *trading* haute fréquence (HFT) d'avoir mis en œuvre, au moyen d'un algorithme, une stratégie d'arbitrage inter-plateformes sur 27 titres du CAC 40 selon des modalités d'intervention massives et extrêmement rapides qui avaient donné ou étaient susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre et la demande de ces instruments financiers.

Après avoir précisé que ce n'était pas la stratégie utilisée par le *trader* haute fréquence qui était en cause mais les conditions de sa mise en œuvre par son algorithme et qu'une manipulation de cours pouvait être caractérisée

même sans intention manipulateur, la Commission des sanctions a retenu le manquement notifié en considérant notamment que les interventions de la société de HFT sur les marchés étaient extrêmement importantes au regard du nombre de transactions effectuées par elle et de l'activité des autres intervenants et que la multiplication des ordres annulés par elle avant leur exécution, particulièrement aux meilleurs prix affichés, avait altéré la représentation des carnets d'ordres pour les participants au marché. La Commission a relevé qu'en raison de la rapidité d'intervention de la société de HFT et du décalage temporel avec lequel les autres intervenants étaient informés des ordres passés et annulés par elle, le carnet d'ordres ne reflétait pas la réalité des ordres encore présents.

Elle a également retenu que les modalités d'intervention de cette société lui avaient permis de s'assurer une position dominante sur certaines plateformes pour les 27 titres en cause ayant pour effet la création de conditions de transaction inéquitables pour les autres intervenants.

Elle a par ailleurs considéré que les modalités d'intervention du *trader* HFT constituaient un manquement aux règles de marché qui interdisent aux membres de marché d'adopter un comportement qui pourrait empêcher un fonctionnement ordonné du marché.

S'agissant de l'entreprise de marché, la Commission a relevé qu'elle avait accordé au *trader* HFT une exemption tarifaire qui s'inscrivait en dehors de tout programme prédéfini et n'était pas publique et qu'aucun élément du dossier ne permettait d'établir que d'autres traders algorithmiques avaient bénéficié d'une exemption comparable. Elle a considéré que l'exemption accordée par l'entreprise de marché à la société de *trading* HFT avait permis à cette dernière de mettre en œuvre une stratégie de *trading* qui, en raison du très grand nombre d'ordres entrés et annulés, pouvait perturber le bon fonctionnement du marché. Elle a donc retenu que l'entreprise de marché n'avait pas exercé son activité avec neutralité et impartialité dans le respect de l'intégrité du marché.

Enfin, la Commission a considéré que le manquement aux obligations de neutralité et d'impartialité démontrait que l'entreprise de marché n'avait pas identifié, prévenu et géré les effets potentiellement dommageables que pouvait entraîner la décision d'exemption tarifaire, discrétionnaire et non publique, prise par elle et que les intérêts légitimes invoqués par l'entreprise

de marché pour prendre une telle décision n'en étaient pas moins contraires, dans les modalités de mise en œuvre de celle-ci, aux exigences de bon fonctionnement du marché réglementé qu'elle gère.

La décision de la Commission des sanctions du 4 décembre 2015 a fait l'objet d'un recours devant le Conseil d'État.

Respect de l'obligation d'affectation prévisionnelle des ordres (décision du 4 décembre 2015)

Dans sa décision du 4 décembre 2015, la Commission des sanctions a retenu les trois griefs reprochés, tous relatifs à l'obligation d'affectation prévisionnelle des ordres, et prononcé une sanction pécuniaire d'un montant de 400 000 euros à l'encontre d'une société de gestion.

La Commission a rappelé l'obligation de pré-affectation des ordres antérieurement à leur émission.

Elle a énoncé que pour garantir le respect effectif de l'obligation d'affectation prévisionnelle des ordres, le prestataire devait être doté d'une procédure indiquant précisément les modalités de l'affectation prévisionnelle, en fonction, notamment, du mode de passation des ordres et relevé diverses insuffisances dans les procédures d'affectation prévisionnelle des ordres émis par la société de gestion.

Ensuite, elle a constaté l'absence d'affectation prévisionnelle de certains ordres avant leur émission.

Enfin, elle a considéré que le dispositif de contrôle interne de la société de gestion était insuffisant dès lors qu'il n'avait pas permis de détecter le risque qu'un ordre soit affecté au compte d'un client ou d'un fonds après son émission.

B. LES RECOURS

Toute décision prononcée par la Commission des sanctions peut faire l'objet d'un recours dans les deux mois suivant sa notification :

- devant le Conseil d'État, pour les sanctions prononcées à l'encontre de professionnels soumis au contrôle de l'AMF (prestataires de services d'investissement, conseillers en investissements financiers, dépositaires, membres de marchés réglementés...) ou à l'encontre des personnes placées sous leur autorité ou agissant pour leur compte ;
- devant la Cour d'appel de Paris dans les autres cas.

Le président de l'AMF peut également former un recours dans les conditions prévues par le code monétaire et financier. Il dispose d'un délai de deux mois à compter de la notification de la décision de la Commission des sanctions pour former un recours principal et d'un délai de deux mois à compter de la notification d'un recours principal déposé par une personne sanctionnée pour former un recours incident.

1. Les chiffres

Les recours formés contre les décisions de la Commission des sanctions rendues en 2015

Sur les 22 décisions rendues en 2015 par la Commission des sanctions (hors accord de composition administrative), 11 ont fait l'objet d'au moins un recours. Au total, 32 recours ont été formés dont 29 par des personnes sanctionnées, 3 à titre incident par le président de l'AMF et aucun par ce dernier à titre principal.

Ainsi 50 % des décisions de la Commission des sanctions rendues en 2015 font l'objet d'au moins un recours. Ce pourcentage est inférieur à celui constaté en 2014 (63 %).

Les décisions rendues par les juridictions de recours

Par le Conseil d'État

Au cours de l'année 2015, le Conseil d'État a rendu une décision de sursis à exécution d'une décision de la Commission des sanctions en accueillant les demandes de 4 personnes sanctionnées.

Le Conseil d'État a également rendu 11 décisions, concernant 17 recours formés par des personnes sanctionnées par la Commission des sanctions, un recours formé à titre principal par le président de l'AMF et 3 recours formés par lui à titre incident. Tous les recours ainsi formés ont été rejetés.

Par la Cour d'appel de Paris

Au cours de l'année 2015, 4 ordonnances ont été rendues par le magistrat délégué par le président de la Cour d'appel de Paris portant sur des demandes de suspension de l'exécution de décisions de la Commission des sanctions. Toutes les demandes ont été rejetées.

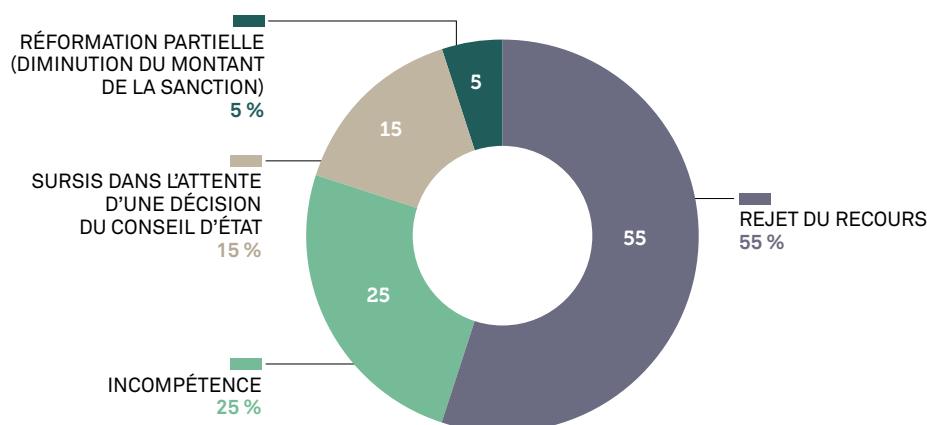
La Cour d'appel de Paris a rendu 2 arrêts par lesquels elle a refusé de transmettre à la Cour de cassation des questions prioritaires de constitutionnalité.

Enfin, la Cour d'appel de Paris a rendu 10 arrêts, concernant 20 recours formés par des personnes sanctionnées par la Commission des sanctions et 3 recours formés à titre incident par le président de l'AMF.

Les recours formés par les personnes sanctionnées ont abouti aux solutions suivantes :

COUR D'APPEL DE PARIS 2015

Typologie des solutions retenues concernant les recours formés par les personnes sanctionnées par la commission des sanctions (par recours)



La Cour d'appel de Paris s'est déclarée incompétente pour statuer sur l'un des recours incidents formés par le président de l'AMF. Elle a rejeté un recours incident et en a partiellement accueilli un en augmentant le montant de la sanction prononcée par la Commission des sanctions.

Par la Cour de cassation

Au cours de l'année 2015, la Cour de cassation a déclaré irrecevable une question prioritaire de constitutionnalité et en a transmis 3 au Conseil constitutionnel.

La Cour de cassation a rendu 2 arrêts par lesquels elle a rejeté les pourvois formés par les personnes sanctionnées.

2. Exemples de décisions rendues par les juridictions de recours en 2015

Conseil d'État, 11 décembre 2015, n° 389096

Le 11 décembre 2015, le Conseil d'État a rejeté les recours formés par la société de gestion Bernheim Dreyfus & Co et trois de ses dirigeants contre une décision du 17 mars 2015 de la Commission des sanctions qui avait prononcé des sanctions à leur encontre. Il a également rejeté le recours incident formé par le président de l'AMF.

La Commission avait retenu une méconnaissance par la société de l'agrément accordé par l'AMF pour l'exercice de la gestion collective et l'exercice du service d'investissement de réception et transmission d'ordres sans agrément. En revanche, elle avait écarté les manquements reprochés relatifs à l'exercice sans agrément du service d'investissement de gestion de portefeuille pour compte de tiers, au recours non autorisé de contrats financiers à terme à des fins d'exposition et au non-respect de l'obligation de loyauté et de transparence à l'égard du Collège de l'AMF.

Avant de statuer sur le fond, le Conseil d'État a écarté le moyen pris de l'absence de fondement législatif des pouvoirs des contrôleurs à l'époque du contrôle, intervenu en 2012.

Il a considéré qu'il résultait de la combinaison des dispositions du code monétaire et financier dans leur rédaction en vigueur lors du contrôle, issue de la loi du 1^{er} août 2003, éclairée par les travaux préparatoires à cette loi, que le législateur avait entendu, lorsqu'il avait créé l'AMF, conférer à ses enquêteurs et contrôleurs

des pouvoirs identiques à ceux qu'exerçaient jusque-là les enquêteurs de la COB et les contrôleurs du CMF, et a également relevé que la loi du 1^{er} août 2003 prévoyait le maintien en vigueur des dispositions des règlements COB et CMF.

Il en a déduit que l'article L. 621-10 du code monétaire et financier, même s'il ne mentionnait, dans sa rédaction applicable à l'époque des faits, que les enquêteurs, définissait les pouvoirs conférés aux contrôleurs, comme aux enquêteurs, pour l'exercice des contrôles et enquêtes de l'Autorité des marchés financiers mentionnés à l'article L. 621-9 du même code.

Cour d'appel de Paris, 17 décembre 2015

Par arrêt du 17 décembre 2015, la Cour d'appel a rejeté les recours formés par la société Safetic et son président-directeur général, Patrick Fornas, ainsi que le recours incident formé par le président de l'AMF contre la décision du 22 juillet 2014.

Pour mémoire, la Commission des sanctions avait, par décision du 22 juillet 2014, prononcé une sanction pécuniaire de 70 000 euros à l'encontre de la société Safetic pour avoir manqué à plusieurs reprises à son obligation de donner au public une information exacte précise et sincère, et une sanction pécuniaire de 90 000 euros à l'encontre de Patrick Fornas, pour avoir, outre les manquements précités (qui lui étaient imputables en sa qualité de président-directeur général de la société Safetic) utilisé une information privilégiée et n'avoir pas déclaré à l'AMF certaines transactions. Elle avait également décidé une mise hors de cause et prononcé des sanctions pécuniaires et disciplinaires à l'encontre d'un prestataire de service d'investissement et son directeur général délégué.

Dans son arrêt du 17 décembre 2015, la Cour a d'abord considéré que la Commission des sanctions avait valablement retenu que la société Safetic avait manqué à son obligation de donner au public une information exacte précise et sincère à l'occasion de la publication de communiqués de presse et de ses comptes sociaux et consolidés de l'exercice 2008.

Faisant application de la jurisprudence de la CJUE dite « Spector », la Cour d'appel a ensuite examiné le caractère indu de l'utilisation de l'information privilégiée lors des cessions de titres réalisées par Patrick Fornas en octobre 2010 et février 2011.

En ce qui concerne la cession intervenue en octobre 2010, pour laquelle la Commission avait écarté le manquement à l'obligation d'abstention et qui, à ce titre, était visée par le recours incident du président, la Cour d'appel a considéré qu'il était établi que Patrick Fornas avait dû faire face à une situation de crise expliquant les cessions reprochées, destinées à prévenir les difficultés de trésorerie de Safetic, que celles-ci s'étaient arrêtées le jour où il était devenu certain que la somme de 500 000 euros correspondant à une avance en compte courant de Patrick Fornas au bénéfice de Safetic pour faire face à des besoins en fonds de roulement serait couverte, que la décision de ne pas transférer le produit de la vente sur le compte courant d'associé s'expliquait par le fait que Patrick Fornas avait trouvé dans l'intervalle un moyen de financement auprès d'un ami et que Patrick Fornas avait disposé d'un court délai pour trouver une solution évitant à Safetic des difficultés de trésorerie.

De ces appréciations, elle a déduit que les cessions avaient été réalisées dans le seul objectif de l'intérêt de la société Safetic et ne pouvaient être considérées comme un usage abusif de l'information privilégiée détenue.

S'agissant de la cession de titres intervenue en février 2011, la Cour a retenu que les circonstances invoquées par Patrick Fornas tenant à sa volonté de rembourser le solde d'un prêt, à l'absence d'intérêt qu'il aurait eu à procéder à cette cession et à la faiblesse de la perte évitée évaluée à 4 000 euros compte tenu du nombre de titres qu'il détenait par ailleurs n'étaient pas opérantes à inverser la présomption de ce qu'il a utilisé de façon induue l'information privilégiée de la dégradation de la situation financière de la société Safetic.

C. LES TRANSACTIONS

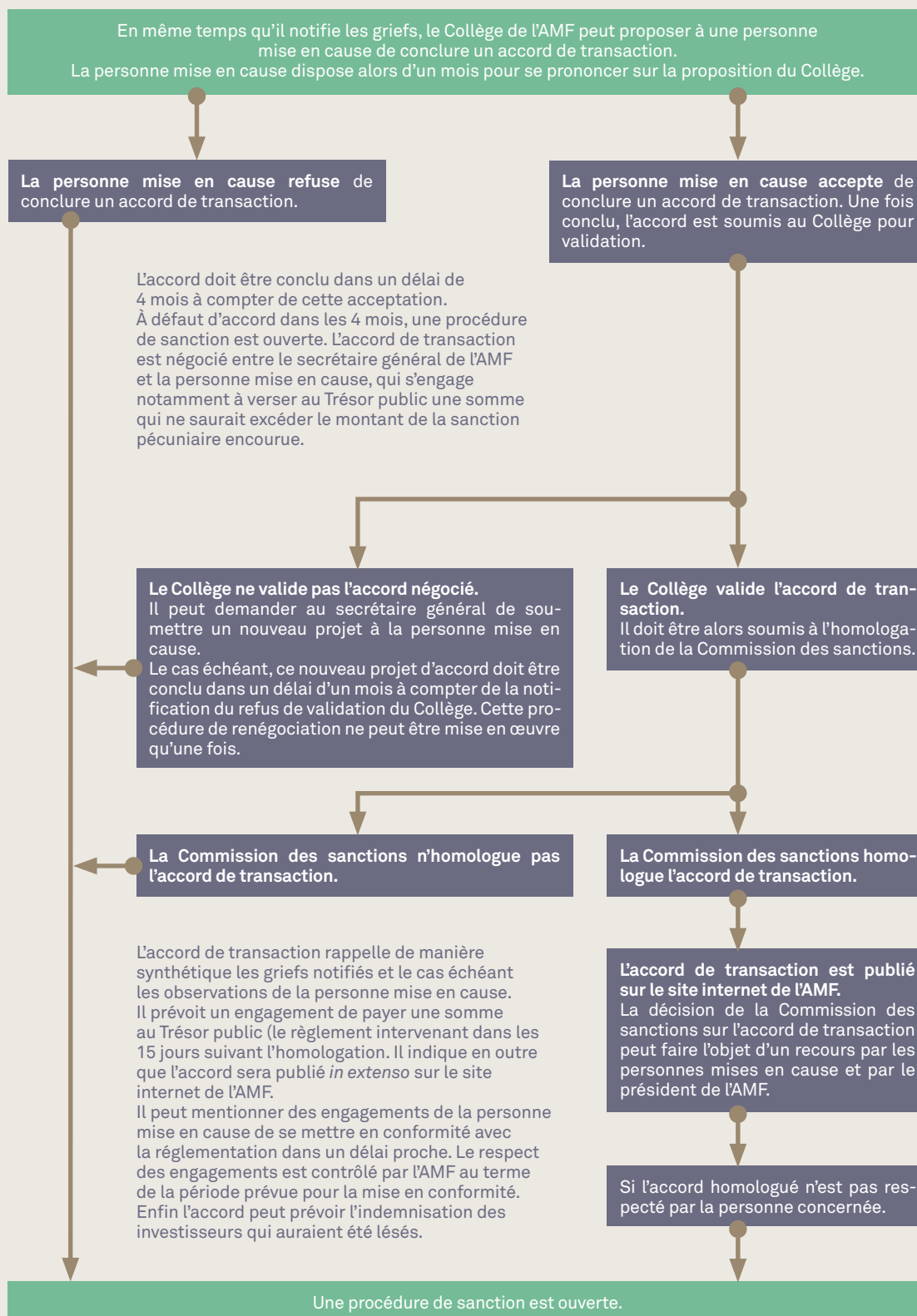
La procédure de composition administrative (appelée communément « transaction ») est une alternative à la procédure de sanction.

Un accord de transaction est proposé aux intermédiaires de marché (prestataires de services d'investissement, sociétés de gestion de portefeuille, conseillers en investissements financiers, démarcheurs et personnes placées sous leur autorité ou agissant pour leur compte) qui n'ont pas respecté leurs obligations professionnelles.

Sont exclus de ce dispositif les abus de marché (manquement d'initié, diffusion de fausses informations et manipulation de cours) et les manquements commis par les infrastructures de marché (dépositaires centraux, gestionnaires de système de règlement-livraison d'instruments financiers, chambres de compensation ou entreprises de marché).

L'intérêt de la composition administrative réside notamment dans le raccourcissement des délais de traitement des procédures, l'accord transactionnel devant être conclu dans un délai de quatre mois, et dans son rôle pédagogique par la prise d'engagements précis des opérateurs pour la mise en conformité avec la réglementation.

LE DÉROULEMENT DE LA PROCÉDURE DE TRANSACTION



Les transactions en 2015

En 2015, 12 accords de composition administrative ont été signés. 4 accords sur les 12 ont été respectivement signés par 4 prestataires d'un même groupe à la suite d'une même enquête et sont complètement liés.

13 accords ont été validés par le Collège de l'AMF (1 concernant un accord signé en 2014).

12 accords ont été homologués et 13 publiés (3 concernant des accords signés en 2014).

Aucune procédure de transaction n'a dû être reclassée en notification de grief.

Le montant total des sommes dues au Trésor public s'est élevé à 1,32 million d'euros. Cette somme ne tient pas compte du coût des engagements de remédiation pris par les prestataires. Un accord, homologué en 2016 prévoit une importante indemnisation des investisseurs.

Exemples d'accords de transaction publiés en 2015

Transaction conclue le 15 décembre 2014 : utilisation des avoirs des clients

Il était reproché à une entreprise d'investissement des défaillances en matière de protection des avoirs des clients et en particulier d'avoir utilisé, dans certaines situations, les avoirs des clients sans leur consentement préalable pour livrer les titres au comptant et de n'avoir pas respecté la règle de ségrégation des avoirs par l'usage d'un compte unique auprès du dépositaire Euroclear France. À cela s'ajoutaient des insuffisances affectant le dispositif de constitution et de contrôle de la couverture des ordres avec service de règlement et de livraison différés, surtout en matière de contrôle a priori et a posteriori de la couverture.

Outre les engagements de mise en conformité convenus, la somme versée au Trésor public par la personne concernée au titre de cet accord transactionnel a été de 350 000 euros.

Transactions conclues les 15, 16 et 19 janvier 2015 : déclarations d'opérations suspectes

À l'occasion d'une enquête, il était reproché à un établissement de crédit d'avoir mené une analyse incomplète des interventions suspectes qu'il n'avait jamais identifiées ni déclarées comme telles malgré leur apparition fréquente dans les alertes répétées de l'outil informatique de détection.

Il était aussi reproché à une entreprise d'investissement de ne pas s'être dotée d'une organisation et de procédures lui permettant de détecter et de déclarer certaines des opérations suspectes constituant des manipulations de cours et de n'avoir pas répondu, alors qu'elle était en charge de l'enregistrement et de l'archivage des données afférentes aux opérations sur titres des clients, de manière diligente et fiable aux demandes de l'AMF.

Il était encore reproché à une autre entreprise d'investissement, en charge de l'exécution des ordres, de n'avoir pas mis en œuvre une organisation adéquate de contrôle des abus de marché lui permettant de déclarer les opérations suspectes.

Il était enfin reproché à un autre établissement de crédit, de n'avoir pas exercé en tant organe central, son rôle de facilitation, de coordination et de contrôle, lors de la mise en place au sein des différentes sociétés du groupe, du dispositif de contrôle des abus de marché, ce qui n'avait pas permis notamment, la détection de certaines opérations suspectes.

Outre les engagements de mise en conformité convenus, les sommes versées au Trésor public par les personnes concernées au titre de ces accords transactionnels ont été respectivement de 60 000 euros, 90 000 euros, 80 000 euros et de 120 000 euros.

Transaction conclue le 21 janvier 2015 : conservation des informations sur les transactions

Il était reproché à une entreprise d'investissement de n'avoir pas conservé les informations pertinentes relatives aux transactions sur instruments financiers conclues pour le compte de ses clients, en particulier les données nécessaires à la reconstitution des étapes de saisie, de modification ou d'annulation des ordres. De plus, la société ne disposait pas d'enregistrements des données nécessaires à la reconstitution de l'étape de déclaration post-négociation aux marchés Eurex Deutschland et Euronext Liffe des transactions conclues hors carnet central. Ce défaut de stockage n'a pas permis de s'assurer de la conformité des transactions pendant au moins trois ans. En outre, la fonction conformité de la société n'était pas en mesure de s'acquitter de ses missions du fait que le contrôle interne et de conformité de certaines succursales était lacunaire ou inexistant.

Outre les engagements de mise en conformité convenus, la somme versée au Trésor public par la personne concernée au titre de cet accord transactionnel a été de 270 000 euros.

Transaction conclue le 20 mai 2015 : information du public sur les risques des investissements

Il était reproché à la société de gestion de portefeuille d'avoir exercé l'activité d'intermédiaire en biens divers en proposant directement et indirectement à titre de habituel, par voie de démarchage, l'acquisition de matériel mobiles (des wagons) en pleine propriété, à des investisseurs potentiels qui n'en assuraient pas eux-mêmes la gestion. Or, dans ce cadre, la société n'avait pas déposé auprès de l'AMF les projets de documents d'information et de contrats types en sorte que l'AMF n'avait pu exercer le contrôle de ces documents. Dans la mesure où les documents ne contenaient pas toutes les informations utiles au public sur les rendements offerts et les risques induits par l'investissement, la présentation des risques était déséquilibrée par rapport à celles des avantages et la société n'avait pas permis aux investisseurs de prendre leurs décisions d'investissement en toute connaissance des caractéristiques et des risques inhérents aux produits.

Outre les engagements de mise en conformité convenus, la somme versée au Trésor public par la personne concernée au titre de cet accord transactionnel a été de 100 000 euros.

Transaction conclue le 22 juillet 2015 : détection des abus de marché

Il était fait grief à l'entreprise d'investissement de n'avoir pas respecté ses obligations en matière de mise en place d'un dispositif de détection des abus de marché. Plus précisément, la mission de contrôle a constaté des dysfonctionnements tenant au manque d'exhaustivité du périmètre contrôlé, de pertinence des contrôles réalisés et de formalisation de ces contrôles. Outre l'engagement de mise en œuvre de mesures d'amélioration précises, la société a versé une somme de 210 000 euros au Trésor public.

Transaction conclue le 24 juillet 2015 : valorisation des titres financiers

Il était fait grief à la société de gestion de portefeuilles de n'avoir pas respecté ses obligations relatives à la mise en place et au respect d'une procédure détaillée de valorisation des instruments financiers. Plus précisément, la mission de contrôle avait mis en lumière que le processus de valorisation et de forçage de cours était lacunaire et que la procédure qui était de facto mise en œuvre pour le forçage de cours, ne l'avait pas été de façon homogène dans le temps, ce qui avait conduit à atténuer l'amplitude des variations de cours des titres financiers composant l'actif de l'OPCVM et donc à en réduire la volatilité. Outre l'engagement de mise en conformité convenu, à savoir de préciser et de maintenir opérationnelle sa procédure de valorisation de ses OPCVM ainsi que d'en contrôler régulièrement la bonne mise en œuvre, la société de gestion de portefeuilles a versé une somme de 240 000 euros au Trésor public.



2015

PRÉSENTATION DES COMPTES DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

1 Éléments généraux	117
2 Situation financière de l'établissement	118
3 Compte de résultat	120
4 Bilan actif	124
5 Bilan passif	125
6 Annexe aux comptes	126



Éléments généraux

A. LE CADRE JURIDIQUE RELATIF À LA PRODUCTION DES COMPTES DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

Le cadre juridique régissant la comptabilité de l'Autorité des marchés financiers (AMF) est précisé par les articles R. 621-10 et suivants du code monétaire et financier aux termes desquels :

- les comptes de l'AMF sont établis selon les règles du plan comptable général ;
- le compte financier est établi par l'agent comptable et soumis par le secrétaire général au Collège qui entend l'agent comptable. Il est arrêté par le Collège et communiqué à la Cour des comptes par le secrétaire général.

La tenue des comptes respecte les principes généraux de prudence, de régularité, de sincérité et d'image fidèle de la situation financière de l'établissement.

B. LA PRÉSENTATION DES COMPTES

L'article R. 621-15 du code monétaire et financier indique les modalités de présentation des comptes.

C LES FAITS MARQUANTS DE L'EXERCICE 2015

L'exercice 2015 a été marqué par :

- des recettes contributives en forte hausse compte tenu d'une part, de la reprise des marchés et, d'autre part, d'une opération financière d'un montant important ;
- la poursuite de la maîtrise des dépenses dans un contexte à la fois contraint budgétairement et en perpétuelle mutation technologique nécessitant des moyens de contrôle et de régulation adaptés et importants ;
- l'impact du plafonnement des taxes affectées aux opérateurs prévu par l'article 46 de la loi de finances pour 2012, fixé à 74 millions d'euros pour l'AMF, entraînant une charge exceptionnelle de 24,14 millions d'euros, un déficit de 13,57 millions d'euros et un prélèvement sur fonds de roulement de 11,38 millions d'euros.



Situation financière de l'établissement

A. LES RÉSULTATS DE L'EXERCICE 2015

1. Un résultat en perte

Le résultat de l'exercice affiche une perte de 13,57 millions d'euros, inférieure de 3,31 millions d'euros à celle prévue au budget (-16,88 millions d'euros). Par rapport à 2014, le résultat se dégrade fortement, de 13,38 millions d'euros, principalement en raison du plafonnement des recettes contributives inscrit dans la loi de Finances pour 2015 et se traduisant par un reversement au budget général de l'État de 24,14 millions d'euros.

Le résultat d'exploitation (11,02 millions d'euros) et le résultat financier (0,26 million d'euros) ne couvrent pas le résultat exceptionnel (-24,85 millions d'euros).

Ce graphique représente l'évolution du résultat net de l'AMF entre 2011 et 2015 et en détaille la composition :

2. Une insuffisance d'autofinancement

La capacité d'autofinancement mesure l'excédent de ressources internes dégagé par l'activité de l'Autorité qu'elle peut destiner à son autofinancement. À l'issue de l'exercice 2015, il se dégage une insuffisance d'autofinancement (IAF) qui s'élève à 9,76 millions d'euros.

3. Un prélèvement sur le fonds de roulement

Les ressources s'élèvent à 0,04 million d'euros. Les emplois (les acquisitions d'immobilisations incorporelles et corporelles, les avances et acomptes versés sur immobilisations incorporelles et corporelles) s'élèvent à un total net de 11,43 millions d'euros, y compris l'insuffisance d'autofinancement.

Le prélèvement sur le fonds de roulement résultant de la différence entre les ressources et les emplois s'élève à 11,39 millions d'euros.

ÉVOLUTION DU RÉSULTAT NET DE L'AMF ENTRE 2011 ET 2015 (en millions d'euros)



B. LA STRUCTURE FINANCIÈRE DE L'ÉTABLISSEMENT

1. Un fonds de roulement positif (FDR)

Le fonds de roulement mesure l'excédent des capitaux permanents sur l'actif net immobilisé, il s'élève à 32,65 millions d'euros (44,04 millions d'euros en 2014).

2. Le besoin en fonds de roulement (BFR)

Le besoin en fonds de roulement (calculé par différence des postes « créances » et « charges constatées d'avance » avec les postes « dettes » et « produits constatés d'avance ») se chiffre à -36,83 millions d'euros (-12,18 millions d'euros en 2014).

3. La relation entre la trésorerie (T), le FDR et le BFR

L'égalité suivante est respectée :

$$T = \text{FDR} - \text{BFR} [69,48 = 32,65 - (-36,83)]$$

Il ressort de l'analyse de l'équilibre du bilan que l'AMF dispose d'un fonds de roulement positif mais a, de plus, un besoin en fonds de roulement négatif : sa trésorerie est positive.

C. LES PERSPECTIVES BUDGÉTAIRES 2016

L'année 2016 constituera la dernière année du plan stratégique 2013-2016 « redonner du sens à la finance ». Depuis 2013, l'enjeu de cette stratégie s'est articulé autour de trois axes :

- s'investir pour des marchés européens sûrs et transparents ;
- rétablir la confiance des épargnants ;
- agir pour le financement de l'économie.

L'AMF poursuit également ses actions afin d'améliorer de manière pérenne sa performance et développer les projets informatiques prévus notamment au plan stratégique des systèmes d'information n° 3 (2014-2016).

Le projet de budget 2016 est marqué par :

- l'augmentation, par décret n° 2014-1512 du 15 décembre 2014, des contributions prévues sur la gestion d'actifs et les marchés ;
- le plafonnement des recettes contributives d'un montant de 94 millions d'euros qui se traduit par un reversement au budget général de l'État des surplus des recettes réalisées. Cette mesure prévue dans la loi de Finances pour 2016 conduit à prévoir une charge exceptionnelle d'un montant de 8,05 millions d'euros ;
- une maîtrise des dépenses courantes et la volonté de les contenir, tout en assurant le maintien ou le renforcement des moyens de l'AMF pour exercer ses missions dont le périmètre s'étend (mesures nouvelles confiées par le législateur, accroissement de la régulation financière européenne, MIF II) ;
- le lancement des projets informatiques concernant la refonte des solutions « cœur de métier » afin de faire face à l'obsolescence des outils actuels qui ne sont plus adaptés (capacité insuffisante) aux évolutions réglementaires de la régulation financière.

Le projet de budget 2016 présente un bénéfice de 0,67 million d'euros (pour -13,57 millions d'euros en 2015) et un prélèvement sur fonds de roulement de 2,81 millions d'euros (pour un prélèvement de 11,39 millions d'euros en 2015).

Pour 2016, les charges d'exploitation seront contenues à 94 millions d'euros au niveau du plafonnement des recettes contributives de l'AMF. Néanmoins, il convient de noter que la capacité d'autofinancement constituée par les dotations et les reprises sur amortissements/provisions ne permettra pas de couvrir les investissements informatiques prévus sur l'exercice.



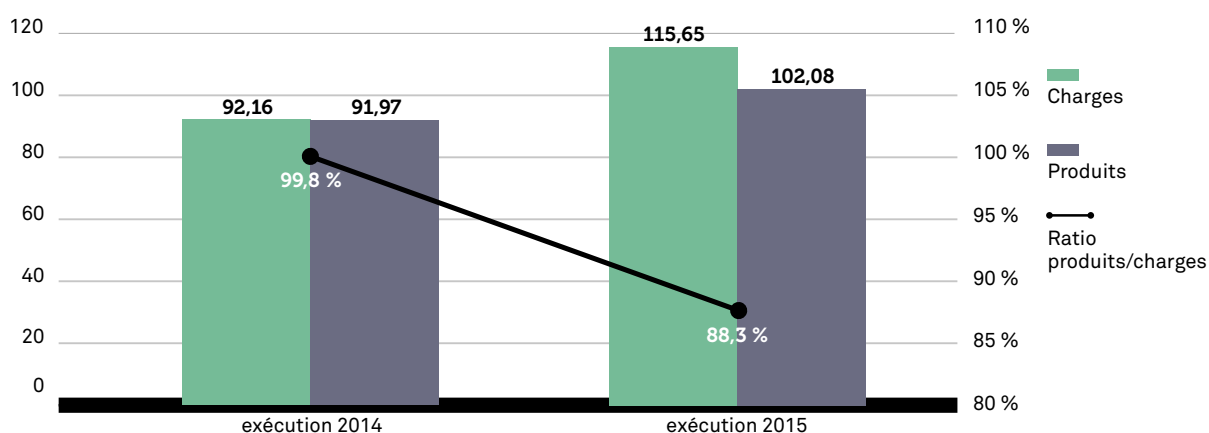
Compte de résultat

Le tableau ci-dessous présente l'évolution du taux de couverture des charges par les produits, qui diminue de 11,5 points entre 2014 et 2015 conduisant au résultat de -13,57 millions d'euros au titre de l'exercice 2015.

Sur l'exercice, le total des produits s'élève à 102,08 millions d'euros, celui des dépenses à 115,65 millions d'euros. Ainsi, les produits couvrent 88,3 % des dépenses.

Retraité de la charge exceptionnelle de 24,14 millions d'euros liée au plafonnement des recettes, le résultat 2015 serait bénéficiaire à hauteur 10,57 millions d'euros.

ÉVOLUTION DU TAUX DE COUVERTURE DES CHARGES



A. LES PRODUITS D'EXPLOITATION

Les produits de l'exercice 2015, en hausse de 11,1 %, s'élèvent à 101,51 millions d'euros contre 91,36 millions d'euros en 2014. Hors recettes non encaissables (reprises de provisions), les produits s'élèvent à 99,07 millions d'euros, soit + 13 % par rapport à 2014 (87,95 millions d'euros).

1. Les produits spécifiques (droits et contributions)

En hausse de 12,2 %, ces produits d'un total de 97,99 millions d'euros proviennent :

- pour 14,68 millions d'euros des contributions assises sur la capitalisation boursière en hausse de 10 % en comparaison avec 2014 ;
- pour 19,10 millions d'euros, des droits et contributions dus à l'occasion de l'émission d'instruments financiers, de l'examen des offres publiques d'acquisition et des déclarations de franchissement de seuil. Ce poste évolue de +38,9 % principalement à la suite de la progression des recettes sur offres publiques qui ont quadruplé entre 2014 et 2015 ;
- pour 8,79 millions d'euros des contributions assises sur l'exercice du service d'investissement, négociation pour compte propre, et évoluant de 4,4 % ;

- pour 53,87 millions d'euros (dont 39,82 millions d'euros au titre du service de gestion), des contributions assises sur les prestataires et les produits d'épargne. Cette recette progresse de 7 % par rapport à 2014 ;
- pour 1,55 million d'euros de la contribution due par les infrastructures de marché, assise sur le produit d'exploitation de l'année de référence, en hausse de 4,6 %.

La répartition des droits et contributions enregistrés en 2015 est la suivante :

- contributions sur les prestataires et produits d'épargne : 63,94 % contre 67,28 % en 2014 ;
- contributions sur opérations financières : 34,47 % contre 31,02 % en 2014 ;
- contributions versées par les infrastructures de marché : 1,58 % contre 1,7 % en 2014.

2. Les produits des activités annexes

Le total de ces produits, d'un montant de 1,07 million d'euros, comprend :

- l'organisation de journées d'étude et de formation pour 0,48 million d'euros ;
- la facturation relative aux coopérations FSMA/AMF pour 0,26 million d'euros et INSEE/AMF pour 0,04 million d'euros ;
- la facturation concernant la transmission des données relatives aux OPCVM pour 0,17 million d'euros.

3. Les reprises sur amortissements et provisions

Elles s'élèvent à 2,44 millions d'euros et comprennent les reprises sur dépréciations des créances pour 0,04 million d'euros ainsi que les reprises sur provisions d'exploitation suivantes pour :

- 1,17 million d'euros au titre de l'abondement 2014 versé durant l'exercice 2015 ;
- 0,71 million d'euros au titre de l'actualisation des droits au titre de l'allocation retour à l'emploi ;
- 0,49 million d'euros au titre des litiges clôturés avec d'anciens salariés ;
- 0,02 million d'euros au titre de l'actualisation des indemnités de fin de carrière.

B. LES CHARGES D'EXPLOITATION

En hausse de 0,3 %, ces charges ont atteint 90,49 millions d'euros. Cette quasi-stabilité reflète la volonté de l'Autorité de s'inscrire dans une démarche d'optimisation de ses dépenses courantes et de maîtrise des coûts dans un contexte contraint et toujours mouvant.

1. Les achats de marchandises et achats non stockés de matières et fournitures

D'un montant de 0,70 million d'euros, ils enregistrent une baisse de 22,2 % principalement liée aux achats de mobilier dont la consommation avait été supérieure en 2014, compte tenu des travaux d'aménagement des locaux.

2. Les autres achats et charges externes

D'un montant de 25,94 millions d'euros, ils enregistrent une hausse de 13,9 % (22,77 millions d'euros en 2014).

• La sous-traitance générale

D'un montant de 0,26 million d'euros, les dépenses relatives aux missions de contrôles délégués sont en diminution de 0,06 million d'euros (-19,2 %) par rapport à 2014, car 77 contrôles de masse ont été conduits en 2015 contre 85 en 2014. Le moindre nombre de contrôles s'explique par le temps nécessaire au traitement des dossiers et les moyens disponibles.

• Les locations (immobilières et mobilières) et charges locatives

Ce poste qui s'élève à 6,11 millions d'euros enregistre une baisse de 0,49 million d'euros (-7,4 %) essentiellement liée aux loyers. En effet, 2015 est la première année pleine d'application de la nouvelle tarification à la suite de la renégociation des baux.

• L'entretien et les réparations, la maintenance

D'un montant de 1,79 million d'euros, la baisse est de 0,45 million d'euros (-20,1 %) et traduit une diminution des dépenses de contrats de maintenance informatique à la suite du passage à l'infogérance de certaines applications (changement de nature comptable).

- **La documentation, les colloques et les séminaires**

Ce poste s'élève à 1,99 million d'euros en léger recul de 1,2 % et concerne la documentation générale et les frais de colloque, de séminaires et de conférences. Cette baisse traduit notamment des économies sur certains colloques (Entretiens de l'AMF) et la non programmation du Colloque du conseil scientifique 2015.

- **Les rémunérations d'intermédiaires et honoraires**

Elles s'établissent à 1,41 million d'euros en baisse de 0,11 million d'euros (-7,2 %) provenant :

- de la baisse de 0,35 million d'euros des personnels mis à la disposition de l'AMF par la Banque de France : le nombre de personnes détachées est passé de trois en 2014 à un en 2015 ;
- de la baisse des frais d'actes et de contentieux pour 0,02 million d'euros ;
- d'une hausse de 0,19 million d'euros des honoraires d'avocats liée à l'augmentation des contentieux et des litiges portant notamment sur le Forex ;
- de la maîtrise d'ouvrage externalisée enregistrant également une hausse de 0,05 million d'euros notamment sur les travaux liés à la stratégie digitale.

- **Divers**

D'un montant de 14,38 millions d'euros, ce poste augmente de 4,30 millions d'euros (+42,6 %) à la suite de :

la hausse :

- des coûts informatiques (+3,59 millions d'euros) : l'année 2015 a été marquée essentiellement par la mise en place de l'infogérance, des prestations dédiées aux migrations techniques compte tenu de l'obsolescence de certaines applications et la poursuite de la mise en œuvre du plan stratégique des systèmes d'informations ;
- des cotisations versées (+0,52 million d'euros) compte tenu de la contribution de l'AMF au projet européen de mutualisation informatique de l'ESMA ;
- des frais de recrutement (+0,18 million d'euros) liée à une forte activité résultant du cycle du marché du travail se traduisant par un taux élevé de départ (12,86 %). Ce contexte a conduit à recourir à des cabinets extérieurs pour le recrutement de postes rares ou présentant un profil spécifique ;

- des autres prestations diverses courantes pour 0,51 million d'euros principalement liées :

- aux dépenses d'accompagnement des MOA métier (+0,19 million d'euros) notamment sur les études préalables à la refonte des systèmes d'information « cœur de métier »,
- aux travaux effectués dans le cadre de la convention avec l'Institut national de la consommation (+0,04 million d'euros) ;

la baisse :

- de l'enveloppe « Déplacements, missions et réception » (-0,17 million d'euros) sur les voyages et déplacements (-0,11 million d'euros) et sur les frais de missions (-0,06 million d'euros) ;
- des frais de télécommunication (-0,11 million d'euros) notamment sur les liaisons spécialisées (-0,06 million d'euros) et sur les abonnements et consommations téléphoniques (-0,05 million d'euros) ;
- des dépenses d'entretien et réparation des immeubles (-0,15 million d'euros) liées à la maintenance de certains périmètres (ascenseurs, menuiserie, etc.), au forfait multi-technique et à la poursuite de l'optimisation de la politique d'achat.

3. Les charges de personnel

- **La rémunération du personnel**

Elle s'élève à 33,84 millions d'euros, soit une augmentation de 1,14 million d'euros (+3,5 %). Celle-ci s'explique par :

- la progression de l'effectif en équivalent temps plein, qui passe de 457,60 en 2014 à 468,24 en 2015 ;
- la mise en œuvre de la politique salariale 2015.

- **Les charges sociales, de prévoyance, l'abondement et divers**

D'un montant de 14,77 millions d'euros, elles s'accroissent de 1,6 %. La hausse concerne pour l'essentiel :

- les cotisations aux caisses de retraite (+0,15 million d'euros) compte tenu de l'augmentation des taux et de l'assiette de calcul ;
- les cotisations pour la mutuelle (+0,05 million d'euros) en corrélation avec l'assiette de calcul.

4. L'intéressement des salariés

Il s'établit à 1,97 million d'euros pour l'exercice 2015, en baisse de -36 % par rapport à 2014 à la suite de la renégociation de l'accord d'intéressement portant sur la période 2015-2017.

5. Les impôts, taxes et versements assimilés

Ce poste atteint un montant de 7,33 millions d'euros. Il correspond pour l'essentiel à la taxe sur les salaires (4,39 millions d'euros), au versement de transport (0,87 million d'euros), à la participation de l'employeur à la formation professionnelle continue (1,11 million d'euros) et à la taxe d'habitation (0,47 million d'euros).

La baisse de ce poste de 8,9 % par rapport à 2014 (8,04 millions d'euros) s'explique par le montant versé au titre de la taxe sur les salaires de -1,06 million d'euros (-19,4 %) principalement en raison de la baisse constatée sur l'intéressement (*cf. supra*).

D'autre part, compte tenu du montant des produits générés en 2015 au titre des placements financiers, l'impôt sur les sociétés (0,06 million d'euros) affiche une baisse de 0,05 million d'euros par rapport à 2014 (0,11 million d'euros).

6. Les dotations aux amortissements et aux provisions

Le montant de la dotation annuelle aux amortissements est de 3,38 millions d'euros (immobilisations incorporelles pour 2,20 millions d'euros et immobilisations corporelles pour 1,18 million d'euros).

Le montant de la dotation aux provisions d'exploitation est de 2,57 millions d'euros et concerne :

- la charge de retraite 2015 dans le cadre des engagements de retraite et avantages similaires pour 0,07 million d'euros ;
- la charge pour l'allocation chômage pour 0,73 million d'euros ;
- la charge de la provision pour litiges pour 0,47 million d'euros ;
- la provision relative à l'abondement pour 1,30 million d'euros.

C. LES PRODUITS FINANCIERS

En baisse, ils résultent des intérêts du livret B et se sont élevés à 0,26 million d'euros compte tenu du taux d'intérêt qui est passé de 0,6 % à 0,4 %, entraînant une baisse des produits de 0,15 million d'euros soit -35,6 % entre 2014 et 2015.

Au 31 décembre 2015, les placements s'élèvent à 69,43 millions d'euros en livret B.

D. LE RÉSULTAT EXCEPTIONNEL

1. Les produits exceptionnels

Ce poste s'élève à 0,31 million d'euros et les produits enregistrés en 2015 concernent pour l'essentiel :

- les produits sur exercices antérieurs pour 0,24 million d'euros (dont 0,16 million d'euros concernant les droits et contributions) ;
- les jugements et arrêts rendus au bénéfice de l'AMF pour 0,04 million d'euros.

2. Les charges exceptionnelles

Le total de ces charges, en très forte hausse et d'un montant de 25,15 millions d'euros, s'explique principalement par :

- la charge exceptionnelle de 24,14 millions d'euros résultant de la mise en œuvre du plafonnement des taxes affectées aux opérateurs prévu par l'article 46 de la loi de finances pour 2012 (plafond fixé à 74 millions d'euros pour l'AMF par la loi de Finances 2015) ;
- les subventions accordées pour 0,58 million d'euros dont :
 - 0,03 million d'euros pour l'Institut Europlace Finance ;
 - 0,37 million d'euros au titre de l'Institut pour l'éducation du public ;
 - 0,18 million d'euros au titre de la convention financière signée avec le Haut comité juridique de la Place dont 2015 était la première année d'exercice ;
- la valeur nette comptable des immobilisations s'élevant à 0,31 million d'euros.

Bilan actif

A. LES IMMOBILISATIONS INCORPORELLES : 9,21 MILLIONS D'EUROS

Les investissements informatiques définitifs de l'exercice 2015 s'élèvent à 0,16 million d'euros, dont 0,12 million d'euros proviennent des avances et acomptes versés.

Les avances et acomptes nets versés en 2015 sur immobilisations incorporelles s'élèvent à 0,70 million d'euros.

B. LES IMMOBILISATIONS CORPORELLES : 3,24 MILLIONS D'EUROS

D'un montant de 0,99 million d'euros, dont 0,75 million d'euros proviennent des avances et acomptes versés, les acquisitions d'immobilisations corporelles concernent pour l'essentiel les travaux de réaménagement des locaux (0,86 million d'euros) et les matériels informatiques (0,13 million d'euros).

Les avances et acomptes versés en 2015 sur immobilisations corporelles s'élèvent à 0,69 million d'euros.

Le montant des immobilisations corporelles sorties du bilan s'élève à 1,66 million d'euros pour une valeur nette comptable de 0,08 million d'euros.

C. LES IMMOBILISATIONS FINANCIÈRES : 0,03 MILLION D'EUROS

Ce poste retrace les dépôts et cautionnements versés pour 0,03 million d'euros.

D. LES CRÉANCES D'EXPLOITATION : 2,03 MILLIONS D'EUROS

Le poste clients et comptes rattachés se décompose comme suit :

- 1,61 million d'euros de titres de recettes constatés au cours du mois de décembre 2015 et qui, de ce fait, n'ont pu être encaissés avant la clôture de l'exercice ;
- 0,31 million d'euros de titres de recettes pris en charge en 2015, non soldés ;
- 0,11 million d'euros de titres de recettes antérieurs à 2015, non soldés.

E. LES CRÉANCES DIVERSES : 0,29 MILLION D'EUROS

Ce poste comprend la valeur des chèques déjeuners (0,10 million d'euros), les avances sur salaires (0,02 million d'euros) et les ordres de reversement (0,17 million d'euros).

F. LES DISPONIBILITÉS : 69,48 MILLIONS D'EUROS

Ce poste regroupe le compte livret B (69,43 millions d'euros) ; les chèques bancaires remis à l'encaissement, les soldes des comptes bancaires et la caisse pour un total de 0,05 million d'euros.

G. LES CHARGES CONSTATÉES D'AVANCE : 2,12 MILLIONS D'EUROS

Le montant des charges constatées d'avance correspond pour 63 % aux loyers du 1^{er} trimestre 2016 payés à terme à échoir.



Bilan passif

A. LES RÉSERVES

Le résultat net comptable de l'exercice 2015 de -13,57 millions d'euros est affecté aux réserves de l'établissement.

Réserves avant affectation : 49,83 millions d'euros

Résultat net comptable : -13,57 millions d'euros

Réserves après affectation : 36,26 millions d'euros

Après affectation du résultat, les réserves s'établissent à 36,26 millions d'euros.

B. LES PROVISIONS POUR RISQUES ET CHARGES : 8,88 MILLIONS D'EUROS

Les provisions pour risques concernent pour :

- 1,68 million d'euros les provisions constituées dans le cadre des litiges opposant l'AMF à d'anciens salariés et autres tiers.

Les provisions pour charges concernent pour :

- 4,16 millions d'euros, la provision relative aux engagements de retraites et avantages similaires ;
- 1,74 million d'euros, la provision relative à la charge pour allocation chômage ;
- 1,30 million d'euros, la provision au titre de l'abondement 2015.

C. LES DETTES D'EXPLOITATION : 40,16 MILLIONS D'EUROS

- Dettes fournisseurs et comptes rattachés : ce poste correspond aux factures fournisseurs non parvenues à la date de clôture de l'exercice pour un montant total de 3,57 millions d'euros, et pour 1,91 million d'euros aux factures en cours de règlement au 31/12/15. Ce poste comprend aussi la charge exceptionnelle d'un montant de 24,14 millions d'euros résultant du plafonnement des recettes à 74 millions d'euros pour 2015.
- Dettes fiscales et sociales : ce poste, d'un montant de 10,54 millions d'euros, comprend la dette provisionnée pour congés à payer (4,33 millions d'euros, charges comprises), l'intéressement (2,63 millions d'euros, charges comprises), la part de la rémunération variable (2,19 millions d'euros, charges comprises) et les sommes dues aux différents organismes sociaux (1,39 million d'euros).

D. LES DETTES SUR IMMOBILISATIONS : 0,39 MILLION D'EUROS

Elles correspondent aux factures des fournisseurs d'immobilisations non parvenues à la date de clôture de l'exercice pour 0,19 million d'euros et, pour 0,20 million d'euros aux factures en cours de règlement au 31/12/15.

E. LES AUTRES DETTES : 0,72 MILLION D'EUROS

Ce poste comprend les comptes d'attente pour 0,71 million d'euros et les excédents de versements pour le solde.



Annexe aux comptes

Note n° 1. Les durées d'amortissement pratiquées selon le mode linéaire sont les suivantes :

Matériel informatique :

- 3 ans pour le petit matériel ;
- 3 ans pour le matériel micro-informatique de réseau ; et les mini-serveurs ;
- 5 ans pour les gros systèmes.

Brevets, licences et logiciels :

- 2 ans pour les licences/logiciels ou développement qui, du fait d'une évolution technologique rapide, ont un taux de renouvellement très fort ;
- 5 ans pour les licences/logiciels ou développement qui ont une durée moyen terme, entre 3 et 5 ans ;
- 7 ans pour les licences/logiciels ou développement ou créés dont la durée d'utilisation au sein de l'AMF est supérieure ou égale à 5 ans.

Installation technique : 8 ans.

Matériel de bureau et de transport : 5 ans.

Agencements, aménagements et mobilier de bureau : 8 ans.

Note n° 2. La mise en œuvre du plafonnement des taxes affectées aux opérateurs prévu par l'article 46 de la loi de Finances pour 2012 (plafond fixé à 74 millions d'euros pour l'AMF en 2015), entraîne une charge exceptionnelle d'un montant de 24,14 millions d'euros.

Note n° 3. En application de l'article 55 du décret 2003-1109 du 21 novembre 2003, et dans le cadre des dispositions des articles L. 3311-1 et suivants du code du travail, l'AMF a mis en place un accord d'intéressement des personnels, fondé sur un système de mesure de l'activité et de la performance suivis par grandes fonctions de l'AMF (informations financières et opérations, intermédiaires et produits d'épargne, fonctionnement du marché, fonctions répressives, services aux épargnants et gestion transverse, informatique, ressources humaines et international). Le montant de l'intéressement varie en fonction de ces indicateurs, dans la limite de

10 % de la masse salariale. L'accord d'intéressement des salariés aux performances de l'AMF signé le 29 juin 2015 porte sur la période 2015-2017.

Note n° 4. Le poste « charges constatées d'avance » retrace pour l'essentiel le montant des loyers du premier trimestre 2015 (paiement terme à échoir) pour 1,33 million d'euros.

Note n° 5. Depuis le 7 décembre 2012, les disponibilités de l'AMF sont placées en livret B.

Note n° 6. En matière de comptabilisation des engagements de retraite et avantages similaires, l'AMF utilise la méthode préférentielle, méthode qui consiste à provisionner la totalité desdits engagements.

La dotation aux provisions comprend pour un montant de 0,07 million d'euros, la charge de retraite de l'exercice 2015 les indemnités de fin de carrière versées dans le courant de l'exercice 2015 ont été reprises à hauteur de 0,02 million d'euros. La provision totale est de 4,16 millions d'euros.

L'AMF, en qualité d'autorité publique indépendante, ne cotise pas à l'assurance chômage et indemnise directement les salariés privés d'emploi. Le montant de ces indemnisations pour l'année 2015 s'est élevé à 0,16 million d'euros.

La provision pour charge des droits à indemnisation est d'un total de 1,74 million d'euros.

En 2015, l'AMF a provisionné le montant de l'abondement résultant de l'intéressement 2015, la provision pour la charge correspondante est de 1,30 million d'euros.

Note n° 7. Les engagements de paiements futurs concernent les baux immobiliers pour 31,82 millions d'euros relatifs aux immeubles occupés par l'AMF et situés l'un 17 place de la Bourse, l'autre 4/6 place de la Bourse.

Bilan de l'AMF au 31 décembre 2015

	Actif	Exercice 2015		Exercice 2014	
		Brut	Amortissements Provisions	Net	Net
ACTIF IMMOBILISÉ	IMMOBILISATIONS INCORPORELLES	24 062 131	14 847 701	9 214 430	10 908 425
	Brevets, licences, logiciels	22 964 819	14 847 701	8 117 118	10 160 681
	Avances et acomptes	1 097 312	-	1 097 312	747 744
	IMMOBILISATIONS CORPORELLES	16 101 884	12 862 908	3 238 977	3 561 183
	Installations techniques, matériel et outillage industriels	542 926	454 063	88 863	119 457
	Autres	15 539 525	12 408 844	3 130 681	3 367 476
	Avances et acomptes	19 433	-	19 433	74 250
	IMMOBILISATIONS FINANCIÈRES	26 186	-	26 186	28 186
	Autres	26 186	-	26 186	28 186
	TOTAL 1	40 190 201	27 710 609	12 479 593	14 497 794
ACTIF CIRCULANT	CRÉANCES				
	Créances clients et comptes rattachés	2 182 473	148 194	2 034 279	3 455 292
	Autres	294 100	-	294 100	134 899
	VALEURS MOBILIÈRES DE PLACEMENT (note n°2)				
	Autres titres				
	DISPONIBILITÉS (note n°5)	69 483 153	-	69 483 153	56 215 781
	TOTAL 2	71 959 726	148 194	71 811 532	59 805 972
	CHARGES CONSTATÉES D'AVANCE (TOTAL 3) (note n°4)	2 116 574	-	2 116 574	2 114 797
	TOTAL GÉNÉRAL (1+2+3)	114 266 501	27 858 802	86 407 699	76 418 563

		Exercice 2015	Exercice 2014
CAPITAUX PROPRES	Passif	Avant affectation	Avant affectation
	Réserves	49 825 237	50 012 379
	Résultat de l'exercice	-13 570 306	-187 142
	TOTAL 1	36 254 931	49 825 237
PROVISIONS	Provisions pour risques	1 681 768	1 707 170
	Provisions pour charges (note n°6)	7 194 766	7 001 877
	TOTAL 2	8 876 534	8 709 047
DETTES	Dettes fournisseurs et comptes rattachés	29 615 201	4 396 033
	Dettes fiscales et sociales	10 542 389	11 868 564
	Dettes sur immobilisations et comptes rattachés	393 947	1 144 474
	Autres dettes	724 697	475 208
	TOTAL 3	41 276 234	17 884 279
TOTAL GÉNÉRAL (1+2+3+4)		86 407 699	76 418 563

Compte de résultat de l'AMF

	Exercice 2015	Exercice 2014
PRODUITS D'EXPLOITATION		
Produits spécifiques (contributions) :	97 995 326	87 319 37
Contributions sur opérations et informations financières	33 781 457	27 087 225
Contributions sur les prestataires et les produits d'épargne	62 661 183	58 747 158
Contributions sur infrastructures de marché	1 552 686	1 484 994
Produits des activités annexes	1 073 036	631 275
(journées d'études et colloques, bases de données, locations diverses, ventes de publication...)		
Reprise sur amortissements et provisions	2 441 916	3 408 503
TOTAL I	101 510 278	91 359 155
CHARGES D'EXPLOITATION		
Achats non stockés de matières et fournitures	696 714	895 864
Autres charges externes, dont :	25 935 796	22 768 394
Sous-traitance générale	255 228	315 852
Locations (immobilières et mobilières), charges locatives	6 105 252	6 592 625
Entretien et réparations, maintenance	1 789 266	2 240 230
Documentation, colloques et séminaires	1 995 143	2 019 363
Rémunérations d'intermédiaires et honoraires, personnel extérieur à l'entreprise	1 406 025	1 514 633
Divers (assurances, missions et réceptions, frais postaux et de télécommunications, divers...)	14 384 883	10 085 692
Impôts, taxes et versements assimilés	7 325 436	8 038 928
Rémunérations du personnel	33 840 743	32 696 512
Charges sociales, de prévoyance, abondement et divers	14 774 635	14 543 757
Intéressement des salariés (note n° 3)	1 970 209	3 076 192
Dotations aux amortissements et aux provisions (note n° 1)	5 948 847	8 163 510
TOTAL II	90 492 380	90 183 158
1 - RÉSULTAT D'EXPLOITATION (I-II)	11 017 898	1 175 997
PRODUITS FINANCIERS (III)	262 031	407 407
Revenus de valeurs mobilières de placement, produits nets sur cessions de valeurs mobilières de placement	262 031	407 407
CHARGES FINANCIÈRES (IV)	4 975	1 288
2 - RÉSULTAT FINANCIER (III-IV)	257 056	406 119
3 - RÉSULTAT COURANT (I-II+III-IV)	11 274 954	1 582 116
PRODUITS EXCEPTIONNELS (V)	305 304	205 220
Sur opérations de gestion	303 312	203 247
Sur opérations en capital	1 992	1 973
CHARGES EXCEPTIONNELLES (VI)	25 150 564	1 974 477
Sur opérations de gestion	24 843 190	659 851
Sur opérations en capital	307 374	1 314 627
4 - RÉSULTAT EXCEPTIONNEL (V-VI)	-24 845 260	-1 769 257
TOTAL DES PRODUITS (I+III+V)	102 077 613	91 971 782
TOTAL DES CHARGES (II+IV+VI)	115 647 919	92 158 924
DÉFICIT (-) OU EXCÉDENT	-13 570 306	-187 142



2015

LES INDICATEURS

Axe 1 S'engager pour des marchés européens sûrs et transparents	131
Axe 2 Rétablir la confiance des épargnants	133
Axe 3 Agir pour le financement de l'économie	135



Axe 1

S'engager pour des marchés européens sûrs et transparents

INDICATEUR 1.1

PRÉSENCE DE L'AMF DANS LES PRINCIPALES INSTANCES EUROPÉENNES ET INTERNATIONALES

	Unité	2015	2014
ESMA	Nombre	56	52
OICV	Nombre	24	23
Stabilité financière (FSB et ESRB)	Nombre	10	12

Nombre de sous-entités (task force, groupe de travail, etc.) où l'AMF est représentée.

Commentaire

L'AMF a maintenu en 2015 sa forte implication dans les travaux menés au sein des instances internationales et européennes. Les travaux de l'ESMA ont continué de mobiliser activement les équipes de

l'AMF, en particulier l'élaboration des mesures de niveau 2 relatives à la directive MIF II en vue de leur transmission à la Commission européenne à l'automne 2015 015.

INDICATEUR 1.2.

AGENTS DÉTACHÉS/COLLABORATEURS DANS LES INSTITUTIONS DE RÉGULATION ET/OU GROUPES INTERNATIONAUX

	Unité	2015	2014
Salariés détachés dans les institutions considérées comme essentielles dans le domaine de la régulation financière	Nombre	7	5

Commentaire

En 2015, 5 collaborateurs de l'AMF étaient détachés à la Commission européenne et 2 à l'ESMA

INDICATEUR 1.3.

DEMANDES RÉALISÉES AUPRÈS D'AUTORITÉS ÉTRANGÈRES OU D'INTERMÉDIAIRES DE MARCHÉ

	Unité	2015	2014
Part des enquêtes internationales dans les enquêtes à traiter ou en cours de traitement	%	54	60
Dossiers de la Surveillance des marchés donnant lieu à demande de dépouillement auprès d'un intermédiaire	Nombre	544	533

Commentaire

L'AMF a poursuivi en 2015 la coopération avec ses homologues étrangers en matière d'enquête, de contrôle, de surveillance des marchés et d'échange d'informations sur les intermédiaires financiers : 65 enquêtes ont été ouvertes en 2015 dont 40 pour le compte d'homologues étrangers.

Plus du quart (27 %) des requêtes d'assistance présentées par l'AMF sont adressées au régulateur britannique (133). Par ailleurs, les demandes adressées aux autorités suisses (78), luxembourgeoises (38), belges

(29) ont été en hausse par rapport aux années précédentes. En ce qui concerne les demandes adressées aux autorités américaines, elles ont été nombreuses cette année (26).

Dans le cadre de son activité de surveillance des marchés, l'AMF utilise les données du *reporting* réglementaire pour identifier de potentiels abus de marché. En 2015, elle a été amenée à procéder à 544 demandes d'informations complémentaires auprès des intermédiaires de marché.

INDICATEUR 1.4.

RELATIONS AVEC LES ACTEURS DE LA PLACE FINANCIÈRE

	Unité	2015	2014
Publications d'études	Nombre	9	13
Réunions des commissions consultatives	Nombre	49	48

Commentaire

Les publications d'études ont été réalisées à travers la *Lettre de la régulation financière*, la *Cartographie des risques* et la *Lettre de l'Observatoire de l'épargne*.

Les cinq commissions consultatives ont été actives :

- La commission consultative « Opérations et informations financières des émetteurs » est présidée par Christian Schricke et composée de 24 membres. Elle s'est réunie à 11 reprises.
- La commission consultative « Gestion et investisseurs institutionnels » de l'AMF est présidée par Jean-Luc Enguéhard et composée de 21 membres. Elle s'est réunie à 11 reprises.

La commission consultative « Épargnants » est présidée par Gérard Rameix et composée de 24 membres. Elle s'est réunie à 10 reprises.

- La commission consultative « Activités de compensation, de conservation et de règlement-livraison » est présidée par Sophie Langlois et composée de 21 membres. Elle s'est réunie à 6 reprises.
- La commission consultative « Organisation et fonctionnement des marchés » est présidée par Jean-Pierre Hellebuyck et composée de 19 membres. Elle s'est réunie à 11 reprises.



Axe 2

Rétablir la confiance des épargnants

INDICATEUR 2.1. ACTIONS DE PRÉVENTION

	Unité	2015	2014
Documents publicitaires examinés	Nombre	4927	4 803
Diffusions d'alertes sur des pratiques irrégulières	Nombre	20	21

Commentaire

En 2015, la part des publicités consacrées au *trading* demeure importante. En ce qui concerne les produits et services d'investissement, presque une nouvelle publicité sur deux concernait le *trading* au sens large (Forex, options binaires...).

Le nombre d'alertes publiées par l'AMF est stable par rapport à 2014. Une dizaine d'entre elles concernent les mises à jour des listes noires des plateformes non régulées proposant du *trading* sur Forex ou sur les options binaires. Pour ses dernières mises à jour, l'AMF a opté pour un nouveau modèle de communiqué visant spécifiquement les nouvelles plateformes non autori-

sées avec un envoi vers la liste complète. Cette année, l'AMF a dû mettre en garde le public pour deux cas d'usurpation de ses nom et logo mais aussi de l'identité de son médiateur et du délégué de celui-ci. 2015 a également été marquée par la publication d'une mise en garde tripartite à l'encontre du « Plan B » par l'AMF, l'ACPR et la DGCCRF. À noter également que pour la première fois depuis la publication de la loi dite Hamon, l'AMF a alerté le public contre les propositions d'investissement de la société Global Metal Broker en raison du caractère déséquilibré de ses communications promotionnelles.

INDICATEUR 2.2. ACTIONS D'AIDE AUX ÉPARGNANTS

	Unité	2015	2014
Dossiers traités par AMF Épargne Info Service	Nombre	14 424	12 108
Dossiers traités par la Médiation	Nombre	1 286	969
Part des médiations traitées en moins de six mois	%	85	81

Commentaire

L'année 2015 a été une année de très forte augmentation du nombre de dossiers. Les saisines du médiateur ont été en hausse de 40 %, à 1 406 dossiers, dont plus de 60 % étaient dans le domaine de compétence de l'AMF. Le nombre de dossiers clôturés est en hausse de

33 %, à 1 286 dossiers. Le nombre de recommandations émises par le médiateur augmente lui aussi de 32 %. Les indicateurs de délais évolueront en 2016 avec la mise en œuvre de la nouvelle ordonnance sur la médiation.

INDICATEUR 2.3. ACTIONS DE RÉPRESSION

	Unité	2015	2014
Contrôles lancés auprès de PSI (SGP ou non SGP) et de CIF*	Nombre	36*	42
Enquêtes ouvertes à l'initiative de l'AMF	Nombre	25	33
Proportion des dossiers menés à terme par la Commission des sanctions donnant lieu à sanction	%	100	96
Composition administrative homologuées par la Commission des sanctions	Nombre	12	9

* Les chiffres présentés n'intègrent pas les contrôles de masse.

Commentaire

En 2015, comme en 2014, l'AMF a fait appel une seule fois à des corps de contrôle extérieurs (en l'occurrence à l'ACPR), ce qui explique une tendance à la baisse du nombre de missions réalisées.



Axe 3

Agir pour le financement de l'économie

INDICATEUR 3.1.

OPÉRATIONS CONCERNANT LES SOCIÉTÉS COTÉES

	Unité	2015	2014
Petites ou moyennes entreprises cotées (sociétés cotées sur les segments B et C d'Euronext et sur Alternext)	Nombre	555	559
Visas d'émission attribués par l'AMF	Nombre	637	669

Commentaire

Le nombre de petites ou moyennes entreprises cotées est globalement stable en 2015. Cette stabilité cache cependant des tendances contrastées. Le nombre de PME cotées sur Alternext est en augmentation de 10, avec une reprise des introductions en bourse sur ce marché. Il est en retrait de 13 sur Eurolist B et C avec un nombre radiations à la suite d'offres publiques ou de procédures collectives supérieur au nombre de sociétés

nouvellement cotées. Sur le marché réglementé en 2015, la reprise des introductions en bourse a principalement concerné le compartiment A.

Malgré cette reprise des introductions en bourse, le nombre de visas est en baisse de 5 %, avec moins d'émissions de titres de capital et de titres de créance réalisées par les sociétés cotées sur un marché réglementé.

INDICATEUR 3.2.

OPÉRATIONS CONCERNANT LES SOCIÉTÉS DE GESTION

	Unité	2015	2014
Sociétés de gestion	Nombre	627	635
Agréments de sociétés de gestion	Nombre	30	48
Agréments d'organismes de placement collectif	Nombre	1 198	1 080
Part des sociétés de gestion agréées en moins de 75 jours	%	66	77
Délai moyen d'agrément des OPC	Nombre de jours	18	13

Commentaire

Le nombre de sociétés de gestion s'est stabilisé, avec un léger recul, à 627 au 31 décembre 2015 : si le nombre d'agréments de nouvelles sociétés de gestion (30) est resté soutenu sur l'année 2015, ces nouveaux agréments n'ont pas contre balancé un nombre également impor-

tant de retraits d'agréments. La part des sociétés de gestion agréées en moins de 75 jours reste importante : 66 %. Le délai moyen d'agrément des OPC, en s'établissant à 18 jours, reste, par ailleurs, inférieur au délai réglementaire d'un mois.

N° ISBN : 979-10-91964-40-1

Conception graphique : **avant**garde

© Franck Dunouau, Aurélia Blanc, Patrick Sordoillet, Thinkstock, GettyImages



CONTACTS

Direction de la communication

Tél. : 01 53 45 60 25

Un formulaire de contact est disponible
sur le site internet de l'AMF

AMF Épargne Info Service

Tél. 01 53 45 62 00

(du lundi au vendredi de 9 h à 17 h)

Le médiateur de l'AMF

Courrier postal à l'attention de :
Mme Marielle Cohen-Branche
Autorité des marchés financiers
17 place de la Bourse – 75082 Paris Cedex 02

Des formulaires de saisine sont disponibles
sur le site internet de l'AMF
dans la rubrique « Médiateur »

www.amf-france.org



17, place de la Bourse
75082 Paris Cedex 02 — France
Tél. : 01 53 45 60 00
www.amf-france.org