

EN DEUX MOTS Le Règlement général de l'AMF a été élaboré selon le principe du "droit constant", c'est-à-dire qu'il reprend des textes réglementaires déjà en application. Mais l'AMF prévoit d'ores et déjà de le

compléter en fonction des lois récentes, ou des directives européennes en cours de transposition. À ce titre, 2005 sera riche en chantiers réglementaires.

SERVICES D'INVESTISSEMENTS

LE RÈGLEMENT GÉNÉRAL DE L'AMF : UN TEXTE EN ÉVOLUTION



Vincent Lefèvre

Manager
Eurogroup
(Pôle banque
et finances)

Le Règlement général de l'AMF n'apporte pas de bouleversements majeurs. Néanmoins il prévoit d'ores et déjà l'intégration de réglementations à venir issues de la directive MIF ou concernant le statut du dépositaire d'OPCVM ou du CIF.

Un an après sa création, le 24 novembre 2003, la nouvelle Autorité des marchés financiers (AMF) s'appuie désormais sur un Règlement général, homologué par le ministre de l'Économie et des Finances. Reprenant différents textes issus du CMF et de la COB (encadré 1), le nouveau Règlement général se présente sous la forme d'un recueil de 221 pages, structuré en six grandes parties (encadré 2). Bien qu'écrit selon le principe du droit constant, c'est-à-dire reprenant, en les organisant, des textes réglementaires déjà en application, ce règlement intègre des mesures nouvelles attendues par la profession ou rendues nécessaires par la réglementation européenne.

C'est le cas, dans le domaine de la conservation, en ce qui concerne l'évolution des règles de ségrégation des avoirs. Depuis février 1999, le Règlement général du CMF imposait aux teneurs de comptes conservateurs de ségréguer leurs avoirs détenus chez les dépositaires centraux en distinguant trois masses : les comptes propres, les comptes des clients et les avoirs des OPCVM. Cette exigence était assortie d'un délai de mise en œuvre indéterminé (application "dès que possible"). En pratique, l'application de cette réglementation de l'autorité de tutelle pose depuis plusieurs années des problèmes organisationnels et techniques importants aux teneurs de comptes. Au cours de la phase de concertation qui a précédé la publication du Règlement général, la profession a fait valoir les quatre arguments majeurs suivants.

UNE SPÉCIFICITÉ FRANÇAISE

L'individualisation d'une masse OPCVM distincte de la conservation pour compte de tiers n'apparaît pas pertinente. Cette distinction est une

spécificité française dont la justification n'a jamais été complètement apportée. C'est le type d'opération traitée (exemple : recours au prêt / emprunts de titres) qui apparaît comme générateur principal de risque plutôt que le statut juridique des clients (qu'ils soient OPCVM ou non). La notion d'avoirs propres comporte des incertitudes en termes d'application : au-delà des portefeuilles de trading ou de placement, comment positionner les titres des filiales ? La généralisation par les banques de la sous-traitance de la tenue de compte-conservation rend la décision difficilement applicable en pratique : l'obligation faite au sous-traitant de ségréguer chez les dépositaires centraux les avoirs des établissements sous-traités aboutirait à une ouverture exponentielle de comptes et in fine à un risque d'erreurs de traitement.

Les obligations relatives aux avoirs déposés auprès de dépositaires étrangers doivent être précisées : les obligations pourraient être limitées au dépositaire central français et aux deux dépositaires internationaux

L'HÉRITAGE DU CMF ET DE LA COB

■ **La notion de Règlement général provient du Conseil des marchés financiers (CMF).** Le champ d'application du texte ancien, homologué en février 1999, était toutefois restreint au domaine de compétence du CMF : prestataires en services d'investissements (hors gestion pour compte de tiers), tenue de compte-conservation et règles de fonctionnement des marchés.

De plus, le CMF avait lui-même poursuivi son travail réglementaire en multipliant, hors du cadre du Règlement général, les décisions à caractère normatif. Les conditions d'exercice de certaines professions se trouvaient ainsi essentiellement organisées par des décisions prises au fil des ans : "Réception des ordres de bourse par internet" (décision 99-07), "Cahier des charges du teneur de compte conservateur" (décision 2001-01) ou "Tenue de compte-conservation dans le cadre d'un dispositif d'épargne salariale" (décision 2002-03). Ces textes sont désormais intégrés dans le nouveau Règlement général.

■ **La COB pour sa part s'appuyait sur des règlements,** des instructions et des recommandations publiés en fonction des nécessités d'organisation des activités sous sa tutelle. Là encore, ces textes ont été intégrés au nouveau Règlement général dès lors qu'ils présentaient un caractère normatif. C'est le cas par exemple des règlements COB n° 96-02 et 96-03 modifiés relatifs aux sociétés de gestion.



en droit français du texte européen fait l'objet de l'essentiel du nouveau Livre 6 du Règlement général qui définit les opérations d'initiés et les manipulations de marché.

D'autres évolutions ont également été conduites en application des textes européens. Elles portent essentiellement sur des aspects techniques de la réglementation applicable aux OPCVM. La plus significative concerne la prise en compte des modifications récemment apportées à la directive OPCVM du 20 décembre 1985. Les éléments nouveaux, intégrés au Livre 3, portent sur le capital initial et le niveau minimum de fonds propres à respecter par les sociétés ●●●

européens (Euroclear Bank et Clearstream).

Dans sa rédaction, le Règlement général de l'AMF prend acte de la première demande de la profession et abandonne l'exigence d'une ségrégation des avoirs des OPCVM par rapport aux autres clients (Livre 3, titre III, art 332-32). En contrepartie, le délai de mise en œuvre ouvert en 1999 est abandonné : désormais, la ségrégation des avoirs propres et des avoirs clients est une obligation ferme. Cette disposition ne règle toutefois pas complètement le sujet, et des discussions se poursuivent entre la profession et l'AMF. Le nouveau texte n'apporte notamment pas de réponse précise en termes de périmètre d'application de la ségrégation des avoirs et de modalités d'application dans le cadre d'une sous-traitance de la conservation.

AUTORISATION DU COURS MOYEN PONDÉRÉ DU MARCHÉ

L'intégration du cours moyen pondéré du marché ou *value weighted average price* (VWAP) au dispositif réglementaire découle des travaux menés en 2004 entre les professionnels et l'AMF au sein de la Commission sur l'organisation et le fonctionnement des marchés. Désormais, l'article 516-2 (Livre 5 titre I) définit une nouvelle exception à l'obligation de centralisation des ordres sur un marché réglementé : les prestataires habilités à négocier pour compte propre peuvent négocier en contrepartie de leurs clients, hors marché, des ordres dont le cours convenu ne s'écarte "pas de plus de 1 % du prix moyen pondéré des transactions constatées, pour le titre concerné, sur un marché réglementé, pendant une période de temps définie contractuellement". Le Règlement général CMF ne permettait jusqu'alors de déroger à la centralisation sur les marchés actions que pour des transactions d'une valeur supérieure à 7,5 millions d'euros ou représentant

“ Le Règlement général reste très ouvert puisque l'organisation du document accueille d'ores et déjà des chapitres qui n'ont pas encore été rédigés (en particulier pour le Livre 3 relatif aux prestataires). ”

plus de 5 % de la capitalisation boursière d'une valeur. En fixant à 500 000 euros le montant minimum de la transaction VWAP, l'AMF ouvre la possibilité pour les gérants institutionnels d'accéder à ce mode de négociation dans un cadre réglementaire précisé.

LA TRANSCRIPTION DE LA DIRECTIVE "ABUS DE MARCHÉ"

L'évolution de la réglementation permet également à Euronext de se positionner sur l'offre VWAP : les conditions d'application de cette nouvelle disposition ont ainsi été immédiatement intégrées aux règles de marché d'Euronext (art. 4405 du Livre I des règles de marché Euronext), et les références de prix des négociations y sont intégralement fondées sur les cours tels qu'ils se dégagent des transactions sur le carnet d'ordres centralisés.

L'évolution réglementaire la plus visible pour le lecteur porte sur la transposition de la directive "Abus de marché" (directive 2004/72 de la Commission et directive 2003/6 du Parlement et du Conseil) : l'application

SYNTHÈSE

LE NOUVEAU RÈGLEMENT DE L'AMF

■ **Livre 1** "L'autorité des marchés financiers" : ce livre est consacré au fonctionnement de l'autorité elle-même ainsi qu'aux contrôles et enquêtes qu'elle peut mener. Il définit les contraintes de reporting qui s'imposent au prestataire : les dernières dispositions en matière de déclaration des transactions (auparavant déterminées par la décision 2002-02 du CMF) y sont intégrées (art. 141). Une instruction vient compléter ce dispositif qui s'étend désormais à la déclaration des cessions temporaires de titres.

■ **Livre 2** "Émetteurs et informations financières" : il rassemble, à droit constant, les règlements COB applicables en matière d'appel public à l'épargne et d'informations financières (règlements COB 98-01, 98-08, 87-04, etc.) ainsi que le titre du Règlement général du CMF relatif aux OPA/OPE.

■ **Livre 3** "Prestataires" : ce livre réunit les textes, anciennement COB, relatifs aux prestataires en services d'investissements "*exerçant le service de gestion pour compte de tiers*" (titre II, chapitre 3) et les textes, anciennement CMF, applicables aux autres prestataires (titre II, chapitre 2). En l'état, ce regroupement ne donne toutefois pas lieu à une véritable harmonisation : en particulier, les règles de bonne conduite demeurent hétérogènes selon les réglementations d'origine. À terme, l'AMF doit toutefois définir un corpus unique de règles de bonne conduite pour tous les prestataires, complété si nécessaire de règles spécifiques applicables à certains d'entre eux. La rédaction du Livre 3

reste à achever : les nouveaux statuts de "conseillers en investissements financiers" et de "démarcheurs", définis par la loi de sécurité financière d'août 2003, ne sont pas encore finalisés. Quant à l'instruction COB de novembre 1993 régissant la fonction de dépositaire d'OPCVM, elle reste à ce jour distincte du Règlement général, bien que son intégration soit prévue à terme (titre III, chapitre 3).

■ **Livre 4** "Produits d'épargne collectifs" : ce livre reprend en particulier le règlement COB n° 89-02 relatif aux OPCVM, dont il modifie sensiblement l'organisation tout en préservant la teneur. Les principales évolutions apportées concernent des modifications de forme.

■ **Livre 5** "Infrastructures de marché" : ce livre reprend pour l'essentiel l'ancien titre IV du Règlement général du CMF. Peu de modifications ont été apportées : l'intégration dans le Règlement général de la décision 2003-02 relative aux systèmes multilatéraux de négociation préfigure la transcription de la nouvelle DSI. Le texte ne remet toutefois toujours pas en cause le principe fondamental de centralisation des ordres pour les marchés actions (art. 516-1).

■ **Livre 6** "Abus de marché : opérations d'initiés et manipulation de marché" : ce livre prolonge le règlement 90-08 de la COB. Il assure surtout la transposition de la directive "Abus de marché" dont il reprend les différents thèmes : pratiques de marché admises, informations privilégiées et obligations d'abstention, manipulation de cours et obligations d'information.

●●● de gestion de portefeuille, les procédures de délégation de la gestion (art. 322-16) et les conditions d'exercice de la libre prestation de services et du libre établissement.

UN TEXTE QUI DOIT ÊTRE ENCORE ENRICHIS

Le Règlement général reste cependant très ouvert, puisque l'organisation du document accueille d'ores et déjà des chapitres qui n'ont pas encore été rédigés (en particulier pour le Livre 3 relatif aux prestataires). Sans citer exhaustivement les projets réglementaires en cours, sur lesquels l'AMF communique largement, on peut rappeler quelques grands jalons à venir particulièrement significatifs pour le marché. Ainsi, la directive parlementaire MIF (nouvelle DSI) a été définitivement publiée le 30 avril 2004. Elle doit être complétée en 2005 par une directive de la Commission comportant des mesures d'application (étape 2 du processus dit "Lamfalussy" de réglementation des marchés financiers) : la transposition du dispositif en droit français est prévue pour le premier semestre 2006. Cette étape, à horizon d'un an et demi, ne figure pas encore parmi les priorités affichées par l'AMF. À ce stade, l'essentiel des travaux est en fait mené à un niveau européen dans le cadre du CESR (Comité européen des régulateurs) et vise à peser sur la rédaction de la directive d'application. Il n'en reste pas moins que la MIF représente l'évolution réglementaire à venir la plus novatrice pour le marché français. Elle viendra en effet modifier significativement l'organisation du marché actions. Parmi les points saillants sont en effet prévus : la suppression de l'obligation de centralisation des ordres sur les marchés réglementés (article 516-1 du Règlement général AMF), la création d'un statut nouveau d'internalisateur (pres-

tataire exécutant pour compte propre des ordres à un cours affiché) et le renforcement des règles de best execution.

LE STATUT DE DÉPOSITAIRE D'OPCVM

La réglementation, par la COB, du statut de dépositaire d'OPCVM remonte à 1993. Le texte actuel a été jugé trop obsolète et n'a donc pas été intégré au nouveau Règlement général. Fin 2004, des échanges ont débuté entre l'AMF et un groupe de travail représentant la profession afin de réfléchir sur les mises à jour impératives. L'objectif est de préparer la rédaction d'un nouveau texte tenant compte des évolutions majeures intervenues dans le monde de la gestion depuis 1993.

Parmi les points qui devront faire l'objet d'une discussion figurent l'étendue des responsabilités qui sont confiées aux dépositaires compte tenu des moyens dont ils disposent. De l'avis général, ces travaux engagés sur la fonction dépositaire préfigurent une adaptation progressive de la réglementation à la spécialisation des métiers de la ges-

« Les travaux engagés sur la fonction dépositaire préfigurent une adaptation progressive de la réglementation à la spécialisation des métiers de la gestion. »

tion : les prochaines étapes dans ce domaine pourraient porter sur la création d'un statut pour les valorisateurs de fonds.

UNE RÉGLEMENTATION ATTENDUE SUR LES CIF

Le Conseil en investissement financier (CIF) est un nouveau statut défini par la loi de sécurité financière. La tutelle exercée sur cette profession représente une extension du périmètre réglementaire de l'AMF par rapport à la réunion du CMF et de la COB. Il n'existe donc pas de textes de référence suscep-

tibles d'être repris par la nouvelle autorité. La réglementation de l'AMF sur ce sujet est d'autant plus attendue qu'elle porte sur un métier qui connaît un développement continu de son activité depuis plusieurs années et se trouve très courtisée par les professionnels du secteur de la gestion (multiplication des plateformes B to B destinées à proposer des produits commercialisés par les CIF).

Fin 2004, un projet de réglementation des conseillers en investissements financiers a été soumis aux professionnels par l'AMF. Il porte sur les conditions d'accès à la profession, les règles de bonne conduite et les conditions d'agrément des associations représentatives. Une fois ce processus de concertation terminé, le nouveau texte devrait être intégré, probablement au premier semestre 2005, au Règlement général (Livre 3). Ainsi, ces divers points encore en suspens, dont on peut mesurer toute l'importance pour le monde bancaire et financier, laissent présager que les années à venir seront particulièrement riches quant à l'évolution du Règlement général. ■



**1^{er} Centre de Formation Spécialisé
ASSURANCE ET BANCASSURANCE**

LES AF2A

- Un réseau de 250 intervenants experts
- Une équipe pédagogique réactive et impliquée pour assurer un développement solide et durable des compétences
- Une organisation opérationnelle et flexible pour dispenser des formations dans toute la France
- Stages intra et inter-entreprises
- Un catalogue complet avec 116 stages dont 49 nouveaux sur l'ensemble des métiers techniques et supports de l'assurance et de la bancassurance dont :
 - Carte professionnelle niveau 1 et 2
 - Loi de sécurité financière
 - Normes IAS-IFRS

www.af2a.com

» Pour recevoir votre catalogue 2005 (disponible également en CD Rom)
64, rue de Miromesnil - 75008 Paris

 Par téléphone 01 56 88 56 00
 Par fax 01 56 88 56 01
 Par mail inter@af2a.fr

AF2A
CENTRE DE FORMATION EN ASSURANCE