

## PLAN STRATEGIQUE AMF

### Observations de l'AMAFI

1. Fin juin, l'AMF a présenté publiquement son Plan stratégique déclinant ses priorités d'action pour les trois prochaines années. Ce Plan s'articule autour de trois axes principaux :

- Le renforcement de la protection de l'épargne et de la confiance des investisseurs individuels ;
- Une surveillance accrue des risques, un meilleur contrôle des acteurs, une sanction plus efficace ;
- Une participation plus active aux efforts d'attractivité de la Place au bénéfice des épargnants et du financement de l'économie.

Chacun de ces axes est ensuite décliné au travers de différents objectifs, eux-mêmes déclinés en plusieurs actions, ces dernières étant au nombre de vingt au total.

2. L'AMF ayant souhaité que l'AMAFI puisse éventuellement enrichir la feuille de route ainsi tracée en formulant des remarques et suggestions éventuelles sur ce Plan stratégique, l'Association souhaite apporter certains éléments à la réflexion de l'Autorité.

Ces éléments sont rassemblés sous deux chapitres distincts. Le premier identifie de manière synthétique quelques points d'attention dans une démarche générale dont la légitimité n'est pas contestable. Le second rassemble des observations de nature plus ponctuelle qui, sans remettre en cause les objectifs définis ou en affaiblir l'importance, expriment avant tout le souci de préciser la perspective dans laquelle souhaite s'inscrire l'AMF.

#### **Une démarche dont la légitimité n'est pas contestable mais qui conduit à identifier quelques points d'attention**

3. A l'exception de celle qui concerne l'amélioration de la réparation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs (*v. infra § 12 et s.*), les différentes actions identifiées par l'Autorité dans son Plan stratégique ont une légitimité incontestable, pleinement soutenue par l'AMAFI. Il en est particulièrement ainsi de celles qui, tirant les leçons de la crise, visent à « *développer la prévention des risques et la surveillance des marchés et des acteurs* » (*Actions 9 à 11*).

Dans ce cadre, quelques points attirent néanmoins l'attention.

#### **L'accent mis sur la protection de l'épargne requiert la détermination d'un équilibre clair avec les préoccupations d'attractivité de la Place**

4. La protection de l'épargne est une mission centrale de l'Autorité. Qu'elle axe un certain nombre de ses actions autour de cet enjeu n'est donc pas discutable. Dans un environnement européen ouvert où la commercialisation transfrontière des produits et services financiers est désormais presque totalement fluide, il serait cependant préjudiciable que l'AMF conçoive cette mission comme pouvant constituer un objectif justifiant de plein droit l'édiction de normes plus contraignantes que celles prévues par le cadre européen.

Alors que cette fluidité résulte d'un engagement politiquement assumé de construire le grand marché européen, il est en effet inévitable que les techniques de commercialisation transfrontière continuent à se développer, et cela même à l'égard d'une clientèle d'épargnants encore peu sollicitée par ce biais. Assujettir dans ce contexte les établissements agréés en France à des exigences plus fortes que celles déterminées par le cadre européen fera peser sur eux une pression compétitive insupportable par rapport à des clients qui, au fur et à mesure que la crise s'éloignera, attacheront à nouveau, moins d'importance au niveau de sécurité relatif qu'à la tarification ou à l'espoir de gain attendu<sup>1</sup>.

Il serait surtout extrêmement préjudiciable que, par une telle politique de régulation, l'épargnant soit amené à croire qu'il bénéficie en toutes circonstances du niveau de protection déterminé par l'AMF. L'observation que les schémas de commercialisation peuvent être plus ou moins complexes, et donc plus ou moins lisibles, renforce bien sûr cette préoccupation.

5. Du point de vue de l'AMAFI, cela implique de prendre en compte les éléments suivants :

- L'AMF doit envisager avec la plus grande précaution l'édiction de règles ou de recommandations allant au-delà de celles résultant du cadre européen, notamment en menant une analyse Coûts / Bénéfices préalable de celles-ci.
- Lorsque de telles mesures apparaissent nécessaires, leur champ d'application doit être restreint par rapport à une notion d'épargnant appréciée strictement, et nécessairement plus étroite que la catégorie des clients « autres que les clients professionnels au sens de la directive MIF » : au sein des clients non professionnels, certaines catégories de clients ont déjà recours de façon usuelle à des produits ou services fournis de façon transfrontière.
- Lorsque de telles mesures existent, l'AMF doit en permanence réexaminer leur légitimité par rapport à l'évolution des techniques de commercialisation et des parts de marché que peuvent détenir sur le sol national des établissements agissant depuis l'étranger.
- L'AMF doit poursuivre et approfondir la distinction entre les problématiques de marché de gros et la protection de l'épargne. Apprécier systématiquement les unes à l'aune de l'autre constituerait un retour en arrière extrêmement préjudiciable.

➤ ***Le discours sur l'épargne longue devrait être clarifié***

6. Le Plan stratégique évoque la problématique de l'épargne longue, et des risques que, dans une perspective de préparation de la retraite, fait courir aux épargnants l'insuffisant recours à celle-ci au profit des placements court terme.

L'AMAFI considère également que c'est une question majeure qui doit absolument être traitée. Elle ne peut toutefois l'être sous l'angle choisi par l'AMF qui repose sur l'affirmation que la régulation contribuant au retour de la confiance, elle participe également à la réallocation de l'épargne sur des supports à long terme. Cet angle est compréhensible compte tenu du sujet et des missions de l'AMF. Il a toutefois l'inconvénient majeur de laisser croire que renforcer la régulation de l'épargne sera suffisant pour entraîner la réorientation de celle-ci vers des placements longs alors que l'on sait bien que la préférence nationale pour les placements courts a d'autres causes bien plus puissantes.

7. L'AMF a ici une contribution à apporter au débat public, notamment par le biais des travaux de son Conseil scientifique, qui repose nécessairement sur un discours clarifié.

---

<sup>1</sup> A titre d'exemple, on doit constater qu'il fallu attendre que la crise atteigne son paroxysme, pour que les clients s'intéressent au fait que le livret d'épargne qu'ils avaient ouvert auprès d'une banque d'un autre Etat membre agissant en France par le biais d'une succursale était en réalité protégé par les règles du fond de garantie du pays d'origine, beaucoup moins avantageuses que celles existant en France ...

➤ **La demande d'un accroissement de moyens est légitime**

8. A plusieurs reprises, le Plan stratégique évoque la nécessité d'un accroissement des moyens humains et matériels de l'Autorité, celui-ci passant nécessairement par une augmentation des contributions auxquelles sont soumis les émetteurs, les intermédiaires financiers, les sociétés de gestion ...

Cette augmentation est sans doute légitime, et notamment au regard des données rassemblées par M. Deletré dans son rapport. On ne peut toutefois dissimuler que la période actuelle n'est pas la plus propice à la hausse des contributions : non seulement les contributeurs sont en règle générale sous forte contrainte financière dans un contexte de crise financière et économique, mais en outre, il est désormais plus que probable que les prestataires de services d'investissement autres que les sociétés de gestion devront sous peu également contribuer désormais au financement de la supervision exercée par la nouvelle autorité qui devrait se substituer prochainement à la Commission bancaire et à l'ACAM.

9. Il paraît donc nécessaire que les conditions de cette hausse puissent être examinées précisément, pour essayer d'en gommer ou d'en lisser les effets négatifs.

Il faut également que, dès lors que le « zéro défaut » ne peut constituer un objectif, l'AMF s'attache particulièrement à optimiser l'utilisation des moyens dont elle dispose par la généralisation des analyses Coûts / Bénéfices. De ce point de vue, sa volonté de « renforcer l'approche par les risques dans le ciblage des contrôles » (*Action 11*) constitue une orientation qui doit être pleinement soutenue.

➤ **La démarche de Meilleure régulation doit être poursuivie, et dans ce cadre la question de l'accès à la doctrine est particulièrement importante**

10. L'engagement par l'AMF d'une démarche de meilleure régulation a constitué un acte fort, unanimement salué par la Place. La meilleure régulation étant l'un des éléments essentiels de l'attractivité de la Place, l'AMAFI soutient pleinement et fortement la volonté de l'AMF de poursuivre cette démarche.

Cette volonté affirmée de l'Autorité est d'autant plus importante que, conséquence sans doute d'une crise très mobilisatrice des énergies, l'impression était que cette démarche se trouvait mise entre parenthèses ces derniers mois. Or, si beaucoup de chemin a déjà été fait, des sujets demeurent néanmoins.

11. La doctrine de l'Autorité constitue indéniablement l'un des points sur lesquels des évolutions significatives sont attendues : la prévisibilité des règles et de leur interprétation par le régulateur est en effet un élément central pour les acteurs de marché face à des choix de localisation de leurs activités (*sur ce point, v. aussi infra § 20*). C'est en tous cas sur cette question que l'AMAFI a plusieurs fois exprimé un fort besoin des professionnels tout en formulant diverses propositions concrètes en termes de clarification, de concertation, d'extériorisation claire de la doctrine de l'Autorité ... (*AMAFI / 06-44 et 08-27*). Les propositions développées l'année dernière, que l'AMAFI considère toujours d'actualité, sont rappelées en annexe à ce document.

En tout état de cause, l'Association estime souhaitable qu'une réflexion concertée puisse être menée sur ce thème : il est important que soient bien appréhendées les raisons pour lesquelles certaines pistes de solution proposées ne pourraient le cas échéant être suivies, que ce soit en opportunité ou en termes de viabilité.

- **L'indemnisation des victimes est une question qui ne peut, ni ne doit être éludée, mais pour laquelle il reste à établir que doter l'AMF de compétence en la matière soit approprié**

12. Le contenu du Plan stratégique reste ambigu sur les intentions exactes de l'AMF en ce domaine mais la volonté de voir son rôle s'accroître est affirmée.

Cette question ayant été développée dans le cadre de sa contribution à la réflexion de Place sur les évolutions du pouvoir de sanction de l'Autorité (*AMAFI / 09-48*), produite fin juillet, l'Association renvoie sur ce point aux développements contenus dans ce document (*v. AMAFI / 09-48, § 102 et s.*). Elle souligne cependant particulièrement que l'utilisation des pièces récoltées à l'occasion de contrôles et enquêtes pour systématiser des recommandations d'indemnisation ou pour les verser dans le cadre de procédures civiles d'indemnisation n'est envisageable que si la procédure de contrôle et d'enquête est menée de façon beaucoup plus contradictoire qu'elle ne l'est aujourd'hui.

13. En tout état de cause, l'AMAFI rappelle que les implications lourdes attachées à une telle évolution justifient qu'une réflexion approfondie et concertée puisse être menée sur cette question.

#### **Observations ponctuelles appelant des précisions sur la perspective dans laquelle souhaite s'inscrire l'AMF**

14. Pour plus de lisibilité, ces observations sont formulées en suivant l'ordre du document. Bien évidemment, les points qui ne sont pas commentés n'appellent pas de commentaire : en ce sens ils sont donc pleinement soutenus par l'Association.

#### ➤ **Synthèse**

15. Bien que ce point ne soit pas repris dans le corps du document, la synthèse indique que la « *crise financière a montré les dangers de l'autorégulation* ». L'AMAFI estime dommageable que l'AMF accrédite une telle idée. L'autorégulation recouvre deux réalités distinctes qui ne doivent pas être confondues. L'une, effectivement dangereuse, consiste à assimiler l'autorégulation à de l'autocontrôle par les professionnels de tout ou partie de leurs obligations<sup>2</sup>. L'autre, qui n'a certainement pas failli pendant la crise, consiste à permettre aux acteurs concernés d'édicter, sous le contrôle du régulateur, des normes professionnelles venant décliner et préciser les conditions de mise en œuvre des normes législatives et réglementaires prévues par ailleurs.

Ainsi conçue l'autorégulation constitue même une nécessité renforcée face à des situations opérationnelles dont la crise a révélé toute la diversité et la complexité : l'AMAFI renvoie sur ce point aux développements contenus dans la note jointe<sup>3</sup>, communiquée aux autorités dont l'AMF il y a un peu plus d'un an.

<sup>2</sup> Ce que d'ailleurs de façon contradictoire, l'AMF propose de développer par ailleurs (*v. infra § 23*).

<sup>3</sup> « L'autorégulation, un modèle à développer – Note de travail », 20 juin 2008, AFEI / 08-28.

➤ **Objectif : Mieux contrôler la chaîne de commercialisation des produits financiers**

16. A ce stade, les conditions de mise en œuvre de cet objectif sont encore très générales tout en s'inscrivant dans une perspective ambitieuse. Atteindre l'objectif avec le maximum d'efficacité pour toutes les parties prenantes repose sur un travail en commun permettant de déterminer les meilleures voies à utiliser compte tenu des impératifs et contraintes existants.

• **Action 1 - Améliorer l'information et la formation des épargnants**

17. La formulation selon laquelle « l'effort de diffusion électronique [des brochures pédagogiques éditées par l'AMF] dans les réseaux des banques commerciales ou auprès des distributeurs indépendants de produits financiers de détail sera accentué » est ambiguë.

Est-il envisagé que cette diffusion constitue une obligation additionnelle dont les établissements auraient la charge ? Alors que les clients reçoivent déjà pléthore d'informations qu'ils ne lisent pas, l'intérêt d'une telle obligation reste à établir. Si l'enjeu, et c'est sans doute l'intention, est plus de porter à la connaissance du client qu'il peut accéder à cette information délivrée par l'AMF, le terme « diffusion » est alors inadapté.

• **Action 2 - Veiller au respect par les distributeurs de leurs obligations en matière de conseil**

18. Les termes « obligation de conseil » sont malvenus. Il y a une obligation d'information, formalisée, renforcée et unifiée au niveau européen par la directive MIF. Il y a par ailleurs un service de conseil, qui est un service d'investissement encadré par la directive MIF, constitutif d'une prestation commerciale que les établissements peuvent choisir ou non de fournir. Utiliser les termes « obligation de conseil » accrédite donc l'idée, fautive, que les établissements pourraient être tenus de fournir à leurs clients une prestation de conseil sans que ceux-ci n'aient à la rémunérer.

Plus que tout autre, il est nécessaire que l'AMF utilise une terminologie de nature à ne pas créer d'ambiguïté dans l'esprit du public<sup>4</sup>.

19. La mise en place de journées d'information des CIF ou des vendeurs des réseaux bancaires constitue une réponse. La taille de certains réseaux peut toutefois conduire à préférer des solutions dans lesquelles un « module AMF » serait greffé sur les formations internes existantes.

Il faut par ailleurs veiller à l'articulation de ce dispositif avec le processus de certification du HCCP qui, fondamentalement, cible d'abord cette population.

20. L'AMF met ici en avant sa fonction de contrôle, qui traduit une approche « répressive » du sujet. Dans un contexte d'accroissement significatif des obligations des établissements en matière de commercialisation, où les coûts et les lourdeurs inhérents à toute mise à niveau des systèmes et procédures ne doivent pas être mésestimés, il faut ici que l'AMF s'attache également à développer un rôle préventif en aidant les professionnels à s'adapter. Cela suppose notamment que l'Autorité identifie en amont de façon plus précise qu'aujourd'hui ses points d'attention afin que les établissements puissent opérer les adaptations éventuellement nécessaires.

Cette question est bien évidemment liée directement à celle, déjà évoquée (*v. supra § 10*), de la doctrine, des conditions de son élaboration et de son expression.

<sup>4</sup> De ce point de vue, il est certainement regrettable que la jurisprudence utilise aussi parfois les termes « obligation de conseil » pour désigner ce qui constitue en fait une « obligation d'information », certes particulièrement renforcée dans le domaine financier.

- **Action 3 - Renforcer la prévention par le suivi des campagnes de commercialisation de produits accessibles au grand public**

21. L'AMF prévoit de demander « *une communication régulière, par les distributeurs, des grandes tendances de leurs politiques commerciales* ». Même si l'enjeu peut être, par rapport à ces tendances, d'adapter en conséquence la démarche de régulation de l'Autorité, il faut quand même observer qu'un approfondissement de réflexion serait ici sans doute nécessaire s'agissant d'une démarche intrusive tout à fait inhabituelle sur un sujet sensible, voire stratégique pour les établissements.

La formulation choisie peut toutefois aussi suggérer que l'AMF aurait pour intention éventuelle de contrôler en amont ces politiques pour pouvoir les infléchir le cas échéant. Si tel était le cas, l'AMAFI estime qu'une orientation dans laquelle l'Autorité développerait une fonction de contrôle préventif n'est pas souhaitable. Une telle orientation ne serait en effet pas cohérente avec une évolution qui tend à responsabiliser de plus en plus les établissements sur le choix des moyens à utiliser pour atteindre des objectifs de régulation définis en termes généraux. Pour l'Association, si l'AMF doit renforcer sa fonction d'assistance préventive, sa fonction de contrôle doit continuer à s'exercer en revanche a posteriori.

- **Action 4 - Démultiplier les contrôles en coordination avec l'ACAM et la Commission bancaire**

22. L'AMAFI observe que cet axe sera substantiellement affecté par les projets en cours de préparation en ce qui concerne la création d'une autorité de contrôle prudentiel et ses conditions d'articulation avec l'AMF dans le domaine de la commercialisation.

De manière générale, l'Association observe que ce développement des contrôles en coordination avec d'autres autorités soulève aussi la question d'une approche plus homogène de leur mission par des équipes ayant des formations, des expériences, des environnements et des préoccupations très différents. A titre d'exemple, la réalisation par les équipes de la Commission bancaire d'un contrôle pour le compte de l'AMF, peut conduire à des appréciations sensiblement différentes de celles qu'auraient eues les équipes de l'AMF. Il paraît donc nécessaire d'approfondir la réflexion sur ce point, une voie de solution pouvant être qu'au moins un membre des services de l'autorité délégante soit toujours présent dans l'équipe de l'autorité délégataire.

23. L'AMAFI exprime des réserves sur le choix d'une solution consistant à ce que l'AMF mandate les associations professionnelles de CIF pour effectuer en son nom et sous sa responsabilité des contrôles sur place des CIF. Cela est doublement contradictoire : tout d'abord, par rapport à l'accent mis sur les dangers de l'autorégulation, surtout alors que cela traduit une assimilation de l'autorégulation à l'autocontrôle (*v. supra 15*) ; ensuite, par rapport à l'accent mis sur le caractère central du contrôle de la commercialisation alors que l'on a du mal à imaginer que des associations professionnelles soient en mesure de proposer, même à moyen terme, un dispositif d'autocontrôle crédible compte tenu des moyens importants que cela suppose.

La difficulté n'est certainement pas simple à résoudre, mais il est douteux que la voie de solution proposée puisse fonctionner.

- **Objectif : favoriser la bonne gouvernance et la qualité de l'information des entreprises cotées**

- **Action 5 - Veiller à la qualité de l'information comptable et financière et à la lisibilité du prospectus**

24. La question de la qualité et de la lisibilité du prospectus est particulièrement importante. Dans un contexte où le constat partagé est que le prospectus a un rôle de plus en plus mineur pour l'information effective des investisseurs, même quand ils sont qualifiés, l'AMAFI considère que cette

qualité et cette lisibilité sont d'autant plus difficiles à atteindre que le travail de relecture mené par les équipes de l'AMF connaît trois travers :

- La tendance est forte à demander l'intégration dans le prospectus de toujours plus d'éléments d'information, au demeurant souvent considérés comme inadéquats par l'ensemble des intervenants concernés (émetteur, conseils juridiques, prestataires de services d'investissement) ;
- Il est souvent imposé certains formats ou rédactions qui correspondent à l'opinion du collaborateur de l'AMF en charge du dossier et non à un standard reconnu<sup>5</sup> ;
- Une attention disproportionnée est souvent portée à la revue des informations comptables, conséquence sans doute du fait qu'une part aujourd'hui importante des collaborateurs de la Direction des émetteurs a une formation dans le domaine comptable.

25. Il est douteux qu'il entre dans le champ de la mission de l'AMF de « *veiller à la qualité de l'audit* ». Les comptes étant établis sous la responsabilité des sociétés et de leurs commissaires aux comptes, l'action de l'AMF ne peut avoir vocation qu'à améliorer l'information retracée par les comptes, et non les conditions dans lesquelles ils sont revus par les auditeurs externes.

26. Améliorer la clarté et la lisibilité des prospectus présentant les émissions de valeurs mobilières pour les investisseurs non professionnels, plus particulièrement sur les produits d'investissement structurés est tout à fait essentiel. Comme le note l'AMF elle-même, cette action n'a toutefois de sens que menée au niveau européen.

- **Action 7 - Créer les conditions de la pleine effectivité des droits des actionnaires minoritaires**

27. L'AMAFI approuve tout à fait l'objectif de favoriser l'exercice des droits de vote que se fixe l'AMF et soutient tout particulièrement la mise en place d'une procédure de vote électronique. Permettre que les actionnaires – en particulier les actionnaires minoritaires – puissent pleinement exercer leurs droits en participant notamment aux assemblées générales, lui paraît constituer une mesure efficace de prévention des pratiques de contrôles rampants et bien préférable à l'abaissement du seuil d'offre publique obligatoire proposé par l'AMF – que l'AMAFI ne soutient pas pour toutes les raisons qu'elle a eu l'occasion d'exposer dans sa réponse à la consultation sur la réforme du régime des offres publiques (AMAFI / 09-42).

- **Objectif : renforcer les relations de l'AMF avec les épargnants et leur représentation dans ses structures**

- **Action 8 - Matérialiser dans la structure de l'AMF les relations avec les épargnants**

28. Instituer une direction des épargnants présenterait des mérites évidents. Il faut toutefois veiller à ce que l'institution de cette nouvelle direction ne conduise pas à appréhender toutes les questions à l'aune de celles des investisseurs de détail. Il existe aussi un marché de gros avec des problématiques spécifiques dont le bon traitement est tout à fait important pour la compétitivité et le développement de la Place.

De ce point de vue devrait sans doute être examinée, la création, sinon d'une direction, au moins d'une équipe dédiée qui, ayant spécifiquement en charge les problématiques de marché de gros, serait ainsi en mesure de les relayer en interne de façon appropriée.

---

<sup>5</sup> Le développement de la procédure Simple track devrait constituer une amélioration certaine de ce point de vue en permettant l'utilisation de clauses standard à condition qu'elles ne donnent pas lieu à leur tour à des discussions qui n'ont pas lieu d'être.

➤ **Objectif : développer la prévention des risques et la surveillance des marchés et des acteurs**

29. L'AMAFI observe l'utilisation des termes « *intégrité des activités financières* » qui semble-t-il, se substituent à ceux « *d'intégrité du marché* ». Faut-il tirer des conséquences de ce glissement sémantique ?

- **Action 9 - Créer un comité des risques au sein de l'AMF**

30. L'AMAFI soutient pleinement la création d'un comité des risques au sein de l'AMF. Elle estime à cet égard tout à fait important de mettre en place les synergies utiles qui doivent permettre de réduire les inévitables différences de « culture » qui existent entre régulateurs et qui parfois se révèlent difficiles à gérer pour les établissements (*v. supra § 22*).

- **Action 10 - Etendre le champ de la surveillance et développer de nouveaux outils**

31. Comme le met en évidence la crise, l'extension du champ de la surveillance n'a de sens dans un environnement ouvert, que si l'ensemble des régulateurs pertinents poursuivent le même objectif.

32. Les coûts liés à l'« *effort particulier* » qui sera demandé par l'AMF aux « *prestataires en matière de fiabilisation des données déclaratives sur les transactions* » ne doivent pas être mésestimés. L'ajustement de cet effort au regard d'une analyse Coûts / Bénéfices est donc important. Il est également important, à un moment où de nombreuses évolutions sont demandées aux établissements en matière d'évolution de leurs systèmes informatiques, que des délais raisonnables soient envisagés pour la réalisation de cet effort.

- **Action 11 - Renforcer l'approche par les risques dans le ciblage des contrôles de l'AMF**

33. L'AMAFI soutient totalement le développement d'une démarche de *scoring* des établissements qui permette de focaliser la surveillance sur ceux qui présentent le profil de risques le plus accusé pour les épargnants et la Place.

Il serait toutefois utile que cette démarche soit menée sur la base d'une grille d'analyse connue à l'avance. Il faudrait également assurer que chaque établissement ait connaissance de son *scoring* : il pourra alors examiner avec l'AMF les adaptations à effectuer s'il souhaite l'améliorer<sup>6</sup>.

34. Le contrôle de l'application des recommandations en matière de rémunérations est de la compétence de la Commission bancaire, hors le cas des sociétés de gestion. L'AMF donne pourtant l'impression que sa démarche pourrait être générale.

➤ **Objectif : favoriser un mécanisme de sanction efficace et impartial et une meilleure réparation des préjudices**

35. L'AMAFI ne peut que souscrire à l'objectif de favoriser un mécanisme de sanction efficace et impartial qu'elle a par ailleurs défendu dans le cadre de son rapport « *Quelles évolutions du pouvoir de sanction de l'AMF* » (*AMAFI / 09-48*) dans lequel elle formule 30 propositions afin d'améliorer la procédure de sanction et par la même de renforcer la légitimité du pouvoir de sanction du régulateur de marché.

---

<sup>6</sup> Sachant que le *scoring* paraissant être attaché à la qualité de l'organisation interne, mais aussi à la nature des activités conduites, un « mauvais » *scoring* peut être constaté même si l'organisation interne est particulièrement rigoureuse.



Elle renvoie sur ce point aux développements contenus dans ce document, ainsi qu'à ce qu'elle a déjà indiqué en ce qui concerne la réparation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs (v. supra § 12 et s.).

➤ **Objectif : favoriser l'attractivité de la place pour les émetteurs, les intermédiaires financiers et les investisseurs**

36. L'affirmation de cet objectif est particulièrement importante, et saluée par l'AMAFI (v. aussi supra § 10). Les actions identifiées sont pleinement soutenues, et particulièrement celle consistant à « faire connaître et valoir nos dispositifs de régulation » (Action 17) : la promotion de la Place est aussi celle que son régulateur fait de son action.

➤ **Objectif : rendre plus lisible et efficace l'action de l'AMF en France et au plan international**

- **Action 18 - Une politique de ressources humaines et d'intervention active au niveau européen et international**

37. L'AMAFI soutient naturellement la volonté de l'AMF de continuer à mener une politique d'intervention active tant en France que sur le plan international. Elle a déjà eu l'occasion de saluer le travail particulier réalisé en la matière par l'Autorité qui lui permet de jouer un rôle de tout premier plan parmi ses homologues.

A l'heure où, conséquence de la crise, les enceintes internationales et européennes sont les vecteurs naturels d'un besoin de coordination renforcée, le renforcement de la présence française dans ces enceintes constitue un besoin incontestable.

38. Sur un plan plus ponctuel, à un moment où toutes les autorités financières sont soucieuses de recueillir le maximum de données leur permettant d'affiner leur supervision, il paraît particulièrement important que l'AMF contribue à la clarification des rôles de chacun. La question est en effet très sensible pour un certain nombre d'établissements qui se trouvent confrontés, d'une part, à des règles locales qui interdisent ou restreignent les transferts de certaines informations vers d'autres pays, d'autre part, à des demandes de régulateurs étrangers qu'une entreprise commerciale n'est pas toujours en mesure de traiter sur le seul plan du strict respect de ses obligations juridiques. Il serait ici tout à fait utile que l'AMF veille à la compatibilité des demandes en s'interposant dans le dialogue avec le régulateur étranger.

- **Action 19 : poursuivre la démarche de meilleure régulation et faciliter l'accès à la doctrine de l'AMF**

39. Voir sur ce point supra § 10 et s.

- **Action 20 : Développer des outils de communication adaptés**

40. L'AMAFI a déjà eu l'occasion de saluer la qualité du site Internet de l'AMF. Apporter des améliorations est certainement envisageable, notamment pour faciliter l'extériorisation de la doctrine (v. supra § 11). Dans la mesure toutefois où est évoquée une « refonte », il pourrait être utile de chercher à ce que toute modification des rubriques existantes veille à renforcer la cohérence intuitive de la navigation alors que l'organisation actuelle du site est bien maîtrisée par ses utilisateurs.

## ANNEXE

### **Note AMAFI / 08-27 du 18 juillet 2008 « AMF – Meilleure régulation : Premier bilan »**

#### **FICHE N° 3 LA DOCTRINE**

---

➤ ***Une forte demande pour une doctrine claire et unifiée, élément essentiel du cadre réglementaire***

1. Comme l'Association avait déjà eu l'occasion de l'observer en 2006 (*AFEI / 06-44*), la doctrine est un élément essentiel de la démarche de Meilleure régulation : aujourd'hui en effet, l'appréciation de la norme menée par le régulateur national conditionne directement la compétitivité de la Place et de ses acteurs. Les acteurs ont à cet égard un besoin impératif de clarté et de prévisibilité, surtout dans un environnement de régulation qui tend à être de plus en plus *principle based*, afin de rester en mesure d'appréhender des situations très diverses et très évolutives.

Il n'est donc pas surprenant que l'AMAFI constate une forte demande des professionnels pour l'élaboration et la communication par l'AMF d'une doctrine claire et concertée, servant de base de référence incontournable à l'action des services.

2. L'Association se félicite donc des engagements pris par l'AMF en matière de doctrine, dans son document de consultation. Elle observe d'ailleurs que l'AMF a entamé un réel effort pour formaliser sa doctrine et la communiquer à la Place.

De son expérience et de la lecture du Bilan de l'Autorité, l'AMAFI considère cependant que l'AMF ne semble pas avoir encore totalement mesuré la nature et la portée de l'enjeu attaché à la doctrine. Il lui paraît donc important de formuler les pistes de réflexions suivantes.

➤ ***La doctrine doit être concertée***

3. Si l'on accepte la prémisse (mais comment la réfuter ?) que l'appréciation du régulateur est désormais un élément clé de la compétitivité de la Place, il n'est pas possible d'envisager que la doctrine ne puisse pas être concertée avec la Place. Dans une démarche de Meilleure régulation, l'AMF ne peut pas ne pas chercher à réunir le maximum d'éléments lui permettant de prendre une décision éclairée.

Par rapport aux orientations tracées par le Bilan de l'AMF, l'AMAFI souhaite particulièrement souligner deux préoccupations.

a. La concertation ne peut être menée au sein des commissions consultatives

L'AMAFI ne peut souscrire à l'idée selon laquelle « *les positions de doctrine feront l'objet de discussions avec les professionnels dans le cadre des Commissions consultatives* » sans qu'aucune autre forme de concertation ne soit envisagée. La discussion au sein des Commissions consultatives ne peut en aucune façon se substituer à la concertation avec les associations professionnelles : comme le rappelle d'ailleurs la Charte de ces commissions, elles « *permettent (...) à l'Autorité de pouvoir se référer à un réseau d'experts opérationnels dont chacun est invité à réagir au nom de son expérience propre, et non en tant que représentant d'une catégorie de professionnels* ».

Certes, l'Association est aujourd'hui interrogée sur certaines propositions de formalisation de la doctrine, notamment dans le cadre de la directive MIF. Elle observe toutefois que ces interrogations s'effectuent trop souvent dans un cadre simplement informel, alors que la consultation formelle devrait être la règle.

Pour l'AMAFI, la doctrine, en tant que réglementation dérivée, doit être concertée de façon aussi rigoureuse que la réglementation elle-même. Il est particulièrement important que la doctrine ne soit pas créée à l'occasion de relations bilatérales avec les établissements, par nature déséquilibrées, et où ni l'agent des services qui l'édicte, ni le collaborateur de l'établissement qui s'y trouve confronté ne maîtrise nécessairement les diverses conséquences qui découlent de cette création.

**Proposition 1** Affirmer que la doctrine doit faire l'objet d'une consultation formelle des associations professionnelles.

**b. La doctrine ne peut être partagée en interne entre les services avant d'être concertée**

Le Bilan de l'AMF indique que « *Des investissements importants ont été déployés pour doter les services d'outils plus performants en matière de recueil et de partage de la doctrine interne* » et que « *La phase de recueil et de partage en interne de la doctrine est largement entamée* ».

Si l'AMAFI soutient bien sûr cette action ainsi qu'elle le souligne ci-dessous, elle considère en revanche inapproprié que les services puissent « partager » en interne une doctrine qui n'a pas fait l'objet de concertation, surtout dans un contexte où une part majeure du règlement général AMF est d'origine récente.

➤ ***La doctrine doit constituer une ligne claire et engageante pour les services et un élément de prévisibilité pour les professionnels***

4. La doctrine est nécessairement la doctrine de l'Autorité et non celle d'un de ses services, et encore moins d'un de ses agents. Dans sa contribution précédente, l'Association avait notamment fait valoir qu'un point important de préoccupation était l'application hétérogène de la doctrine par les agents de l'AMF, soit qu'il y ait ignorance de cette doctrine, soit qu'il y ait création non contrôlée de doctrine. La volonté de l'AMF à résoudre cette difficulté ne semble pas faire de doute, et l'AMAFI relève et soutient le travail de fond engagé pour recueillir et assurer le partage de la doctrine en interne.

Il lui semble toutefois important de souligner qu'une conséquence directe doit être tirée de cette volonté : une règle donnée ne devrait pouvoir donner lieu à une appréciation qui n'en découle pas « naturellement », surtout si elle est restrictive, qu'après avoir été extériorisée sous forme de doctrine.

**Proposition 2** Assurer qu'une règle donnée ne puisse donner lieu à une appréciation qui n'en découle pas « naturellement », surtout si elle est restrictive, qu'après avoir été extériorisée sous forme de doctrine.

Il est toutefois bien évident dans ce cadre que les services conservent la maîtrise du « caractère naturel » ou non de l'appréciation qui est faite de la règle, surtout dans la perspective où celle-ci tend de plus en plus à être *principles based*.

5. Le point est particulièrement sensible dans deux catégories de situations.

a. Contrôles et enquêtes

Un comportement ne devrait pas pouvoir être remis en cause s'il ne contrevient pas clairement à une règle existante et s'il n'a pas été identifié préalablement par l'Autorité comme inadéquat. Dans le cas contraire le Collège devrait s'abstenir de notifier des griefs à la personne concernée.

b. Agréments et visas

Les services ne devraient pouvoir formuler aucune demande non prévue par un texte ou par la doctrine de l'Autorité. La capacité pour les acteurs à « prédéterminer » les réactions de l'Autorité par rapport à des situations données est en effet un élément absolument fondamental qui participe de façon importante, voire essentielle, à l'appréciation qu'ils portent sur la qualité de la régulation.

Or, de ce point de vue, le sentiment est qu'il reste beaucoup à faire : de nombreux cas ont été rapportés à l'Association où le traitement d'un dossier a donné lieu à une demande des services non appuyée par un texte ou par une doctrine connue. Cet aspect est d'autant plus mal ressenti qu'il donne l'impression d'un « chantage » au visa ou à l'agrément auquel les établissements, eux-mêmes sous pression commerciale, ne sont le plus souvent pas en mesure de résister. Il focalise de ce fait le mécontentement, rendu encore plus vigoureux par le sentiment que, plus la maîtrise du dossier par l'agent traitant est faible, plus il est incité à couvrir son instruction par des demandes injustifiées, quand elles ne sont pas irréalistes.

Sous l'angle des opérations financières, et en contrepoint du « satisfecit » précédemment énoncé, les professionnels estiment même que l'AMF est peut-être l'autorité européenne la plus « stressante » en raison de ses demandes de dernière minute, attitude qui lui donne d'ailleurs une image très négative auprès des émetteurs qui traitent avec l'AMF pour la première fois.

L'AMAFI estime qu'une voie de solution pour résoudre cette difficulté serait d'assurer, lors des agréments ou des visas, que si des demandes non prévues par un texte ou par la doctrine extériorisée de l'Autorité doivent être formulées, elles ne puissent l'être que sous le contrôle d'un responsable d'un niveau hiérarchique suffisant.

**Proposition 3** Prévoir que lors des agréments ou des visas, toute demande non prévue par un texte ou par la doctrine de l'Autorité ne puisse être formulée que sous le contrôle d'un responsable d'un niveau hiérarchique suffisant.

➤ ***La doctrine doit être définie et extériorisée clairement***

6. La question de la formalisation de la doctrine avait été commentée par l'Association dans sa contribution initiale. Le souci était plus particulièrement l'extrême diversité des sources de doctrine (lorsqu'elles existent d'ailleurs) et l'absence d'extériorisation formalisée de cette doctrine.

L'AMAFI constate sur ce point qu'il n'y a eu aucune réelle évolution. Il est à ce titre intéressant d'observer que dans son Bilan, l'AMF cite comme exemple de sa volonté de diffuser sa doctrine son document « questions/réponses » sur la directive MIF et son guide d'élaboration des prospectus des OPCVM. Force est pourtant de constater que ces deux exemples sont révélateurs du manque d'uniformité qui caractérise la doctrine actuelle :

- d'une part, ils se trouvent classés sous des catégories différentes sur le site Internet de l'AMF, le premier sous « Guides professionnels » et l'autre sous « Positions AMF » alors même que le premier réflexe aurait été d'inverser ce classement ;
- d'autre part, ils semblent de nature différente : même si celle du premier n'est pas clairement définie, celle du second est *a priori* prescriptive (cf. utilisation du mot « Guide »).

7. Dans ce contexte, l'AMAFI souhaite formuler quelques observations.

a. Définir la notion de doctrine

Aucune définition claire de la notion de doctrine n'a jamais été donnée par l'AMF. Ce constat constitue sans doute l'une des raisons de la difficulté qu'il y a aujourd'hui à caractériser ce qui est constitutif de la doctrine, de ce qui ne l'est pas<sup>7</sup>.

Pour l'AMAFI, il n'y a pas d'ambiguïté : constituent la doctrine de l'Autorité, tous les éléments à disposition des services leur permettant d'apprécier une règle donnée, que cette règle émane de l'AMF elle-même ou d'une autre autorité (loi par exemple) mais dont il lui appartient de veiller à l'application.

**Proposition 4** Définir la doctrine comme étant tous les éléments à disposition des services leur permettant d'apprécier une règle donnée, que cette règle émane de l'AMF elle-même ou d'une autre autorité (loi par exemple) mais dont il lui appartient de veiller à l'application.

b. La recommandation est un élément particulier de la doctrine en ce que les acteurs ont toujours le choix de s'y soumettre ou non

Bien que cela devrait aller de soit, l'Association n'estime pas inutile de rappeler qu'une recommandation de l'AMF n'a, par nature, pas de caractère obligatoire. Les services ne sont donc pas fondés à fonder une exigence sur la seule existence d'une recommandation.

c. La doctrine AMF devrait être rassemblée sous une rubrique distincte de son site Internet

Il est important de formaliser et d'identifier clairement la doctrine. Cela devrait être effectué au travers de la création d'un espace dédié sur le site Internet de l'AMF donnant lieu à la publication de communiqués lorsqu'un élément de doctrine est ajouté ou modifié.

**Proposition 5** Créer un espace dédié sur le site Internet de l'AMF donnant lieu à la publication de communiqués lorsqu'un élément de doctrine est ajouté ou modifié.

<sup>7</sup> Il est rappelé que « la doctrine n'est pas en France une source de droit (...) elle a un rôle de clarification et de mise en ordre qui la fait participer aux sources de droit ; sans elle, le droit ne serait qu'un amas de règles et de décisions qui constituerait souvent un fouillis inextricable », cf. Précis Dalloz de droit civil, Alex Weill et François Terré, Quatrième édition, p. 244-245.

d. Simplifier l'utilisation de la doctrine

En déclinant le principe qui veut que la doctrine découle des textes en vigueur, il serait utile d'organiser la doctrine en faisant référence pour chacun de ses éléments aux articles ou groupe d'articles concernés du règlement général. On peut imaginer, à l'instar de ce que font les éditeurs juridiques ou la FSA dans son *code of business*, qu'une version du règlement général comporte directement sous chaque article, les éléments de la doctrine AMF y afférents.

Cette démarche, qui permettrait d'assurer que la doctrine découle bien de textes, présenterait l'avantage de la clarté et de l'exhaustivité et aurait un caractère pédagogique certain.

**Proposition 6** Adopter une démarche formelle de présentation de la doctrine suivant les articles du règlement général, à l'instar de ce qui existe dans le Code de commerce.

➤ ***Avoir un Responsable de doctrine au sein de chaque direction***

8. L'AMAFI observe avec beaucoup d'intérêt la nomination d'un responsable « doctrine coordination » au sein de la Direction des émetteurs. Il lui semble que c'est une initiative très positive, de nature à améliorer et faciliter, au sein de cette Direction, d'une part, la maîtrise et la bonne utilisation de la doctrine, d'autre part, la concertation qu'elle appelle de ses vœux.

L'Association considère qu'il serait intéressant d'établir une fonction de cette nature au sein de chaque direction, surtout si elle est exercée à un niveau de responsabilité et d'autorité suffisant. Outre le rôle interne à chaque direction, ce responsable pourrait également être le pivot de la relation inter-directions.

**Proposition 7** Nommer dans chaque direction, un responsable de la doctrine disposant d'un niveau de responsabilité et d'autorité suffisant qui soit, non seulement le « gardien » de la doctrine au niveau de sa direction mais également le pivot de la relation inter-directions.

➤ ***Une articulation avec le service de la Médiation à préciser***

9. L'AMAFI observe que l'un des rôles du service de la Médiation de l'Autorité, tel que décrit dans le dernier Rapport annuel, est de procéder à des « consultations », en répondant à des « questions techniques, inhérentes à l'ensemble des domaines d'intervention de l'AMF, émanant des épargnants individuels ».

Ce rôle semble nécessairement conduire à ce que le service de la Médiation soit une source de doctrine. Or, dans la mesure où le principe est par ailleurs, et de façon non contestable, l'indépendance du Médiateur, il serait utile, sur une fonction qui ne constitue pas de la médiation à proprement parler, de préciser comment la production de doctrine s'effectue en cohérence avec celle de l'Autorité elle-même.

**Proposition 8** Préciser les conditions permettant d'assurer la cohérence de la doctrine produite par le service de la Médiation avec celle de l'Autorité elle-même.