

Consultation de la DGT sur la simplification et la dé-surtransposition en matière financière

Observations de l'AMAFI

Le 2 octobre 2017, le Ministre de l'Économie et des Finances a ouvert une consultation publique de l'ensemble du secteur financier sur le thème de la simplification et de la dé-surtransposition des directives européennes en vue d'accroître l'attractivité financière de la Place.

L'AMAFI est particulièrement sensible à la préoccupation ainsi exprimée qu'elle entend soutenir avec force.

Le présent document rassemble les quelques sujets de sur-transposition relevés par l'AMAFI. Dans une première partie (I.) ont été réunies les dispositions de nature législative (A.) ou réglementaire (B.) qui sont actuellement en vigueur ou vont entrer en vigueur prochainement (au 3 janvier 2018, lors de l'entrée en application du dispositif MIF 2). Dans une seconde partie (II.), sont mentionnées des dispositions dont le maintien est aujourd'hui proposé par l'AMF dans le cadre de sa consultation sur les dernières modifications à apporter à son règlement général, avant l'entrée en application de MIF 2 le 3 janvier prochain (comme indiqué précédemment). Ces dispositions contiennent, selon l'AMAFI, des éléments de sur-transposition ainsi qu'elle l'a fait valoir à l'AMF dans sa réponse (AMAFI / 17-79) à la consultation de l'Autorité sur la transposition négative de MIF 2 dans son Règlement général. En conséquence, elles ont toute leur place dans la présente réponse à consultation de la DGT sur la sur-transposition, pour le cas, malheureusement probable, dans lequel ces dispositions seraient maintenues et entreraient en vigueur à compter du 3 janvier 2018. Enfin, dans une troisième et dernière partie (III.), sont mentionnées des dispositions en cours de révision dans le contexte de transposition de la 4^{ème} Directive LCB-FT, qui vont, selon l'AMAFI au-delà de ce qui est prévu par la Directive européenne.

Après avoir exposé l'argumentaire qui conduit à considérer que les sujets mentionnés constituent bien des exemples de sur-transposition, les sujets évoqués sont résumés en annexe dans le formulaire de réponse fourni par la DGT.

I – DISPOSITIONS LEGISLATIVES ET REGLEMENTAIRES

A. Dispositions législatives

1. Règlement Vente à découvert - Instruments financiers couverts

➤ Dispositions européennes

- **Article 3 du Règlement n° 236/2012**

« 1. Aux fins du présent règlement, est considérée comme étant une position courte en rapport avec le capital en actions émis ou la dette souveraine émise toute position qui résulte de l'un ou l'autre des cas suivants:

a) la vente à découvert d'une **action émise par une entreprise** ou d'un **titre de créance émis par un émetteur souverain** ;

b) la conclusion d'une **transaction qui crée un instrument financier ou établit un lien avec un instrument financier autre qu'un instrument visé au point a), lorsque l'effet ou l'un des effets de cette transaction est de conférer un avantage financier à la personne physique ou morale qui conclut ladite transaction en cas de baisse du prix ou de la valeur de l'action ou du titre de créance.**

2. Aux fins du présent règlement, est considérée comme étant une position longue en rapport avec le capital en actions émis ou la dette souveraine émise, toute position qui résulte de l'un ou l'autre des cas suivants :

a) la détention d'une **action émise par une entreprise** ou d'un **titre de créance émis par un émetteur souverain** ;

b) la conclusion d'une **transaction qui crée un instrument financier ou établit un lien avec un instrument financier autre qu'un instrument visé au point a), lorsque l'effet ou l'un des effets de cette transaction est de conférer un avantage financier à la personne physique ou morale qui conclut ladite transaction en cas d'augmentation du prix ou de la valeur de l'action ou du titre de créance.** » [...].

- **Article 12 du Règlement n° 236/2012**

« 1. Une personne physique ou morale ne peut effectuer une **vente à découvert d'une action admise à la négociation sur une plate-forme de négociation** que si l'une des conditions suivantes est respectée :

a) la personne physique ou morale a emprunté l'action ou a pris d'autres dispositions produisant un effet juridique similaire ;

b) la personne physique ou morale a conclu un accord d'emprunt de l'action ou détient une créance exécutoire en tout état de cause, en vertu du droit des contrats ou du droit de propriété, lui permettant de se faire transférer la propriété d'un nombre correspondant de valeurs mobilières de même catégorie de sorte que le règlement puisse être effectué lorsqu'il est dû ;

c) la personne physique ou morale a conclu un accord avec un tiers aux termes duquel ce tiers a confirmé que l'action a été localisée et a pris envers des tiers des mesures nécessaires pour que la personne physique ou morale puisse raisonnablement s'attendre à ce que le règlement puisse être effectué lorsqu'il est dû. » [...]

- **Article 13 du Règlement n° 236/2012**

« 1. Une personne physique ou morale ne peut effectuer de **vente à découvert de dette souveraine** que si l'une des conditions suivantes est respectée :

a) la personne physique ou morale a emprunté la dette souveraine ou a pris d'autres dispositions produisant un effet juridique similaire ;

b) la personne physique ou morale a conclu un accord d'emprunt de la dette souveraine ou détient une créance exécutoire en tout état de cause, en vertu du droit des contrats ou du droit de propriété, lui permettant de se faire transférer la propriété d'un nombre correspondant de valeurs mobilières de même catégorie de sorte que le règlement puisse être effectué lorsqu'il est dû ;

c) la personne physique ou morale a conclu un accord avec un tiers aux termes duquel ce tiers a confirmé que la dette souveraine a été localisée ou, à défaut, qu'il est raisonnable de s'attendre à ce que le règlement puisse être effectué lorsqu'il est dû. [...] ».

- **Droit français**

- **Article L. 211-17-1 du Code monétaire et financier**

« I. L'acheteur et le vendeur d'instruments financiers mentionnés au I de l'article L. 211-1 sont, dès l'exécution de l'ordre, définitivement engagés, le premier à payer, le second à livrer, à la date mentionnée au II du présent article.

Sans préjudice du règlement (UE) n° 236/2012 du Parlement européen et du Conseil, du 14 mars 2012, sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit, il est interdit à un vendeur d'instruments financiers mentionnés au I de l'article L. 211-1 et admis à la négociation sur un marché réglementé d'émettre un ordre de vente s'il ne dispose pas sur son compte des instruments financiers appelés à être cédés, ou s'il n'a pas pris les mesures nécessaires auprès d'une tierce partie afin de disposer d'assurances raisonnables sur sa capacité à livrer ces instruments financiers, au plus tard à la date prévue pour la livraison consécutive à la négociation.

Il peut être dérogé au présent article dans des conditions prévues par décret après avis motivé du collège de l'Autorité des marchés financiers.

Le prestataire auquel l'ordre est transmis peut exiger, lors de la réception de l'ordre ou dès son exécution, la constitution dans ses livres, à titre de couverture, d'une provision en espèces en cas d'achat, en instruments financiers objets de la vente en cas de vente. [...] ».

➤ **Argumentaire**

Les dispositions du deuxième alinéa de l'article L. 211-17-1 du Comofi étendent le champ des instruments financiers concernés par les obligations du Règlement n° 236/2012 sur les ventes à découvert, à tous les instruments financiers, visés au I de l'article L. 211-1 du Comofi, admis aux négociations sur un marché réglementé.

Les obligations du Règlement n° 236/2012 ne concernent en effet que les actions, les obligations souveraines et les CDS sur la dette souveraine.

Or, en vertu des dispositions françaises, les obligations de disposer des titres appelés à être couverts s'appliquent à la cession de tout type d'instruments financiers, comme par exemple les titres de créance émis par des sociétés commerciales, qui ne sont pas visés par le règlement européen.

2. Retrait des instructions de règlement livraison dans un système de règlement livraison

➤ **Dispositions européennes**

- **Article 5 de Directive 98/26/CE du 19 mai 1998 (Directive Finalité)**

« Un ordre de transfert ne peut être révoqué par un participant à un système ou par un tiers à partir du moment fixé par les règles de fonctionnement de ce système ».

➤ **Droit français**

- **Article L. 330-1 du Code monétaire et financier**

[...]

« III. – Les instructions et opérations de compensation introduites dans l'un des systèmes mentionnés au I produisent leurs effets en droit et sont opposables aux tiers, y compris si elles ont été introduites avant l'expiration du jour ouvrable où est rendu un jugement d'ouverture de sauvegarde, de redressement ou de liquidation judiciaires ou une procédure d'un Etat membre ou d'un pays tiers ayant un effet comparable à celui de ces procédures à l'encontre d'un participant direct ou indirect et ce nonobstant toute disposition législative contraire et toute mention contraire de ce jugement. Le jour ouvrable est défini, nonobstant les dispositions de l'article L. 133-4, par les règles de fonctionnement du système. Cessent de produire leurs effets en droit et d'être opposables aux tiers les instructions qui ne sont pas devenues irrévocables au moment où le jugement est notifié au gestionnaire du système ou au moment où celui-ci en est informé par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution dans des conditions fixées par décret en Conseil d'Etat.

IV. – Les dispositions du présent article sont également applicables dans le cas où la procédure de sauvegarde, de redressement ou de liquidation judiciaires ou une procédure d'un Etat membre ou d'un pays tiers ayant un effet comparable à celui de ces procédures a été ouverte à l'encontre d'un participant à un autre système lié par un accord d'interopérabilité ou du gestionnaire d'un système interopérable qui n'est pas un participant.

Le moment et les modalités selon lesquels une instruction est considérée comme introduite dans un système sont définis par les règles de fonctionnement de ce système, qui doivent également définir le moment et les modalités selon lesquels une instruction est considérée comme irrévocable dans le système.

Dans le cas de systèmes liés par un accord d'interopérabilité, chaque système détermine dans ses propres règles le moment de l'introduction dans son système et le moment de l'irrévocabilité afin de coordonner les règles de tous les systèmes interopérables concernés. Sauf disposition contraire expresse des règles de l'ensemble des systèmes liés par des contrats d'interopérabilité, les règles relatives au moment de l'introduction et celles relatives au moment de l'irrévocabilité propres à un système ne sont affectées par aucune règle des autres systèmes avec lesquels il est interopérable » [...].

➤ Argumentaire

La proposition de modification de l'article L.330-1 du Comofi, est soutenue par des arguments de nature juridique (il s'agit de rester le plus fidèle possible à la rédaction de la directive) **(a)**, opérationnels **(b)** et d'autres de nature économique et participants de l'attractivité de la Place de Paris **(c)**.

(a) Argument juridique

On peut constater que si l'article 5 de la Directive interdit à un participant au système ou à un tiers de retirer unilatéralement un ordre, il ne l'interdit pas au système lui-même (le système ne pouvant être qualifié de tiers dans cette hypothèse).

L'article L.330-1 du CMF, quant à lui, consacre l'opposabilité de l'introduction des instructions dans le système, mais ne laisse pas la possibilité au système de retirer lui-même lesdites instructions.

(b) Argument opérationnel

Il convient de remarquer que l'accumulation dans le système d'instructions irrévocables non exécutées peut porter atteinte au bon fonctionnement du système. Ce constat est d'autant plus important depuis la mise en place de la plateforme Target 2 Securities (T2S). En effet, dans la mesure où la majorité des systèmes de paiement ou de règlement livraison sont connectés au système T2S mis en place par l'Eurosystème, le risque d'accumulation des instructions irrévocables non exécutées n'existe pas uniquement pour le système de règlement livraison lui-même, mais est également présent pour le système T2S. Afin de protéger, l'intégrité du système de règlement livraison mais également du système de paiement T2S opéré par l'Eurosystème, il nous paraît important d'introduire dans le droit français, la possibilité de retrait des instructions par le système lui-même. Il s'agirait ainsi, d'instituer dans les règles de fonctionnement du système (de paiement et de règlement livraison), un droit de purge des instructions qui permettrait que le retrait du système d'une instruction irrévocable non exécutée, suite par exemple, au jugement ouvrant une procédure d'insolvabilité à l'encontre d'un participant soit opposable aux tiers (outre les participants du système).

L'instauration de ce droit nous paraît compatible avec l'objectif principal de la Directive Finalité qui est de prévenir tout risque systémique susceptible d'affecter un système de paiement ou de règlement-livraison de titres consécutivement à l'application du droit commun de la faillite et de protéger l'intégrité du système (l'opérateur et ses participants).

De plus, il est à noter que le retrait d'une instruction de règlement-livraison, qu'elle soit d'ailleurs automatique ou non, qu'elle intervienne ou non dans le contexte d'une procédure d'insolvabilité, n'affecte en rien les droits et obligations des parties à la (aux) transaction(s) sous-jacente(s) dont l'exécution, peut être poursuivie en-dehors du système.

(c) Argument relatif à l'attractivité de la Place de Paris

Il est à noter que les divergences de rédactions (et donc d'interprétations possibles) du texte législatif français et de la Directive Finalité desservent la Place de Paris, dans la mesure où d'autres pays européens ont introduit le droit de purge précédemment décrit.

En effet, on constate que la transposition de la Directive Finalité ne s'est pas faite de manière uniforme sur tous les territoires de l'Union Européenne. Il en découle que de nombreux systèmes de règlement livraison situés dans d'autres Etats membres de l'Union Européenne, comme par exemple en Italie¹, ont prévu légalement le mécanisme de purge, qui s'avère conforme aux objectifs de la Directive Finalité. De sorte que les systèmes français puissent bénéficier du même cadre réglementaire que d'autres pays européens, nous proposons de modifier l'article L. 330-1 IV comme suit (l'ajout proposé par l'AMAFI apparaît en gras, souligné) :

« Article L 330-1 [...] « IV - Les dispositions du présent article sont également applicables dans le cas où la procédure de sauvegarde, de redressement ou de liquidation judiciaire a été ouverte à l'encontre d'un participant à un autre système lié par un accord d'interopérabilité ou du gestionnaire d'un système interopérable qui n'est pas un participant.

Le moment et les modalités selon lesquels une instruction est considérée comme introduite dans un système sont définis par les règles de fonctionnement de ce système, qui doivent également définir le moment et les modalités selon lesquels une instruction est considérée comme irrévocable dans le système. **Sans préjudice des dispositions du III ci-dessus, les règles de fonctionnement d'un système [de règlement et de livraison d'instruments financiers] peuvent habiliter le gestionnaire de ce système à retirer de celui-ci les instructions devenues irrévocables qui ne sont pas exécutées à l'expiration du jour ouvrable au cours duquel le jugement visé au III ci-dessus est notifié au gestionnaire du système [de règlement et de livraison d'instruments financiers], ou au cours duquel celui-ci en est informé par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution dans les conditions visées au III.** Dans le cas de systèmes liés par un accord d'interopérabilité, chaque système détermine dans ses propres règles le moment de l'introduction dans son système et le moment de l'irrévocabilité afin de coordonner les règles de tous les systèmes interopérables concernés.

Sauf disposition contraire expresse des règles de l'ensemble des systèmes liés par des contrats d'interopérabilité, les règles relatives au moment de l'introduction et celles relatives au moment de l'irrévocabilité propres à un système ne sont affectées par aucune règle des autres systèmes avec lesquels il est interopérable ».

Sur ce sujet, nous vous renvoyons également aux commentaires qui vous ont été faits par Euroclear France.

3. Reconnaissance d'un système de pays tiers

Lors de la transposition de la Directive Finalité 98/26/CE en droit français², la France n'a pas retenu la possibilité offerte par le considérant 7 qui dispose que : «les États membres peuvent appliquer les dispositions de la présente directive à leurs propres institutions qui participent directement à des systèmes de pays tiers et aux garanties constituées dans le cadre de la participation à de tels systèmes». En conséquence, la France ne reconnaît pas les systèmes³ de pays tiers.

¹ Voir Article 2.2 Legislative Decree 210/2001

² Sur ce point, voir l'Ordonnance n° 2011-398 du 14 avril 2011 portant transposition de la directive 2009/44/ CE du Parlement européen et du Conseil du 6 mai 2009 modifiant la directive 98/26/ CE concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres et la directive 2002/47/ CE concernant les contrats de garantie financière, en ce qui concerne les systèmes liés et les créances privées.

³ Pour rappel, la notion de « système » a été introduite par la Directive 98/26/CE du 19 mai 1998 « concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres » dite Directive Finalité. Un système est défini comme « un accord formel convenu entre trois participants ou davantage, sans compter l'opérateur de ce système, un éventuel organe de règlement, une éventuelle contrepartie centrale, une éventuelle chambre de compensation ou un éventuel participant indirect, et comportant des règles communes ainsi

Cette situation est devenue problématique pour les acteurs français car l'un des principaux systèmes utilisés - CLS (*Continuous Linked Settlement*) - est régi par le droit anglais et sera donc, une fois le *Brexit* intervenu, un système de pays tiers non reconnu par la France.

Si cette situation ne constitue pas à proprement dit une sur-transposition, nous préconisons tout de même une modification de l'article L.330-1 afin de reconnaître les systèmes de pays tiers, et ce afin de ne pas pénaliser les acteurs français.

4. Problématique des participants à une chambre de compensation

Le droit français, contrairement à d'autres législations européennes, n'a pas transposé l'intégralité de l'article 2(b) (dernier alinéa en particulier) de la Directive Finalité autorisant les Etats membres à étendre la liste des organismes susceptibles de participer à un système de règlement et de livraison d'instruments financiers à certaines conditions.

Ces conditions sont au nombre de cinq :

- i. les entreprises doivent participer à un système de règlement-livraison ;
- ii. le système concerné doit être surveillé conformément à la législation nationale ;
- iii. les entreprises qui participent à un tel système doivent être chargées d'exécuter les obligations financières résultant des ordres de transfert ;
- iv. au moins trois Participants de ce système sont des institutions telles que définies par la directive ; et
- v. la décision de transposer cette disposition doit être justifiée pour des raisons de risque systémique.

Il apparaît que le droit français a opéré à cet égard une transposition « *a minima* » de la Directive Finalité dans les articles L.330-1 et L.440-2 du code monétaire et financier (listant respectivement les entités éligibles à l'adhésion d'un système de règlement-livraison et d'une chambre de compensation).

Il en résulte que la chambre de compensation doit solliciter auprès du législateur une modification du code monétaire et financier lorsque de nouveaux types d'entités sollicitent l'octroi du statut d'adhérent compensateur.

Sur ce sujet, nous vous renvoyons également aux commentaires qui vous ont été faits par Euroclear France.

5. Rémunérations – Consultation de l'AG sur les enveloppes de rémunération versées au preneurs de risques

➤ Disposition européenne

• Article 92 de la directive européenne 2013/36/UE du 26 juin 2013 (CRD 4)

« Politiques de rémunération

1. Les autorités compétentes veillent à l'application du paragraphe 2 du présent article et des articles 93, 94 et 95 pour les établissements aux niveaux du groupe, de l'entreprise mère et des filiales, y compris celles qui sont établies dans des centres financiers extraterritoriaux.

2. Les autorités compétentes veillent à ce que, lorsqu'ils définissent et mettent en œuvre les politiques de rémunération totale, y compris les salaires et les prestations de pension discrétionnaires, applicables aux catégories de personnel incluant la direction générale, les preneurs de risques et les personnes exerçant une fonction de contrôle, ainsi que tout salarié qui, au vu de ses revenus globaux, se trouve dans la même tranche de rémunération que la direction générale et les preneurs de risques, dont les activités

que des procédures normalisées pour la compensation, qu'elle soit effectuée par l'intermédiaire d'une contrepartie centrale ou non, ou l'exécution des ordres de transfert entre participants » (voir Directive Finalité, art. 2).

professionnelles ont une incidence significative sur leur profil de risque, les établissements respectent les principes suivants d'une manière et dans une mesure qui soient adaptées à leur taille et à leur organisation interne ainsi qu'à la nature, à l'échelle et à la complexité de leurs activités:

a) la politique de rémunération permet et promeut une gestion du risque saine et effective et n'encourage pas une prise de risque excédant le niveau de risque toléré de l'établissement;

b) la politique de rémunération est conforme à la stratégie économique, aux objectifs, aux valeurs et aux intérêts à long terme de l'établissement et comprend des mesures visant à éviter les conflits d'intérêts;

c) l'organe de direction de l'établissement, dans l'exercice de sa fonction de surveillance, adopte et revoit régulièrement les principes généraux de la politique de rémunération et est responsable de la supervision de sa mise en œuvre;

d) la mise en œuvre de la politique de rémunération fait l'objet, au moins une fois par an, d'une évaluation interne centrale et indépendante qui vise à vérifier qu'elle respecte les politiques et procédures relatives aux rémunérations adoptées par l'organe de direction dans l'exercice de sa fonction de surveillance;

e) le personnel exerçant des fonctions de contrôle est indépendant des unités opérationnelles qu'il supervise, dispose des pouvoirs nécessaires et est rémunéré en fonction de la réalisation des objectifs liés à ses fonctions, indépendamment des performances des domaines d'activités qu'il contrôle;

f) la rémunération des hauts responsables en charge de la fonction de gestion des risques et de la fonction de conformité est directement supervisée par le comité de rémunération visé à l'article 95 ou, si un tel comité n'a pas été institué, par l'organe de direction dans l'exercice de sa fonction de surveillance;

g) la politique de rémunération, compte tenu des critères nationaux relatifs à la fixation des salaires, établit une distinction claire entre les critères de fixation:

i) de la rémunération fixe de base, laquelle devrait refléter au premier chef l'expérience professionnelle pertinente et les responsabilités en matière d'organisation, énoncées dans la description des fonctions telle qu'elle figure dans les conditions d'emploi; et

ii) de la rémunération variable, laquelle devrait refléter des performances durables et ajustées aux risques ainsi que des performances allant au delà de celles exigées pour satisfaire à la description des fonctions telle qu'elle figure dans les conditions d'emploi »

- **Article 450 du règlement n°575/2013 du 26 juin 2013 (CRR)**

« Politique de rémunération

1. Les établissements publient au moins les informations suivantes en ce qui concerne leur politique et leurs pratiques de rémunération pour les catégories de personnel dont les activités professionnelles ont un impact significatif sur leur profil de risque:

a) des informations concernant le processus décisionnel suivi pour définir la politique de rémunération, ainsi que le nombre de réunions tenues au cours de l'exercice financier par l'organe principal chargé de superviser les rémunérations, y compris, le cas échéant, des informations sur la composition et le mandat du comité de rémunération, les consultants externes dont les services ont été utilisés pour définir la politique de rémunération et le rôle des parties prenantes concernées;

b) des informations sur le lien entre la rémunération et les performances;

c) les caractéristiques les plus significatives du système de rémunération, notamment des informations concernant les critères utilisés pour mesurer les performances et la prise en compte du risque, la politique en matière de report des rémunérations et les critères d'acquisition des droits;

- d) les ratios entre les composantes fixe et variable de la rémunération définis conformément à l'article 94, paragraphe 1, point g), de la directive 2013/36/UE;
- e) des informations sur les critères de performance servant de base pour l'attribution d'actions, d'options ou de composantes variables de la rémunération;
- f) les principaux paramètres et la justification des formules de composante variable et des avantages autres qu'en espèces;
- g) des informations quantitatives agrégées sur les rémunérations, ventilées par domaine d'activité;
- h) des informations quantitatives agrégées sur les rémunérations, ventilées pour le personnel de direction et les membres du personnel dont les activités ont un impact significatif sur le profil de risque de l'établissement, en indiquant les éléments suivants:
- i) les montants des rémunérations au cours de l'exercice, ventilés en rémunérations fixes et variables, ainsi que le nombre de bénéficiaires;
 - ii) les montants et la forme des rémunérations variables, ventilés en espèces, actions, instruments liés aux actions et autres;
 - iii) l'encours des rémunérations reportées, ventilé en parts acquises et non acquises;
 - iv) le montant des rémunérations reportées accordées au cours de l'exercice, payées et réduites à la suite d'une adaptation aux performances;
 - v) les sommes payées pour le recrutement et la cessation d'emploi au cours de l'exercice et le nombre de bénéficiaires de ces paiements;
 - vi) les montants des sommes payées pour la cessation d'emploi au cours de l'exercice, le nombre de bénéficiaires et le montant le plus élevé accordé à une seule personne;
- i) le nombre de personnes dont la rémunération atteint ou dépasse 1 000 000 EUR par exercice, pour une rémunération située entre 1 000 000 et 5 000 000 EUR, avec une ventilation par tranches de rémunération de 500 000 EUR, et pour une rémunération atteignant ou dépassant 5 000 000 EUR, avec une ventilation par tranches de rémunération de 5 000 000 EUR;
- j) sur demande de l'État membre ou de l'autorité compétente, la rémunération totale pour chaque membre de l'organe de direction ou de la direction générale.

2. Pour les établissements qui sont importants du point de vue de leur taille, de leur organisation interne et de la nature, de l'échelle et de la complexité de leurs activités, les informations quantitatives visées au présent article sont également publiées en ce qui concerne les membres de l'organe de direction de l'établissement.

Les établissements satisfont aux exigences énoncées au présent article d'une manière qui est adaptée à leur taille, à leur organisation interne et à la nature, à l'échelle et à la complexité de leurs activités, sans préjudice de la directive 95/46/CE »

➤ **Droit français**

- **Art. L. 511-73 Code monétaire et financier issu de Ordonnance n°2014-158 du 20 février 2014 - art. 3**

« L'assemblée générale ordinaire des établissements de crédit et des sociétés de financement est consultée annuellement sur l'enveloppe globale des rémunérations de toutes natures versées durant l'exercice écoulé aux personnes mentionnées à l'article L. 511-71. »

➤ Argumentaire

L'AMAFI constate que le texte européen requiert l'identification de la population des preneurs de risques (voir article 92 de la directive CRD IV), mais n'impose aucune consultation de l'Assemblée Générale des actionnaires sur le montant de l'enveloppe versée annuellement aux preneurs de risques. Il s'agit d'une disposition supplémentaire qui s'ajoute à la publication annuelle déjà prévue par le règlement européen (CRR article 450) pour cette même population, et qui est une spécificité française.

B. Dispositions réglementaires

6. MIF – Opérations de crédit des entreprises d'investissement

➤ Disposition européenne

- **Dans la liste des services auxiliaires figurant à l'Annexe I de la Directive n° 2004/39/CE (MiFID 1) et, également, à l'Annexe I de la Directive 2014 / 65 / UE du 15 mai 2014 (MiFID 2) figure le service suivant :**

« 2. Octroi d'un crédit ou d'un prêt à un investisseur pour lui permettre d'effectuer une transaction sur un ou plusieurs instruments financiers, dans laquelle intervient l'entreprise qui octroie le crédit ou le prêt ».

➤ Droit français

- **Article L. 321-2 du Code monétaire et financier**

« Les services connexes aux services d'investissement comprennent :

[...]

« 2. L'octroi de crédits ou de prêts à un investisseur pour lui permettre d'effectuer une transaction qui porte sur un instrument financier et dans laquelle intervient l'entreprise qui octroie le crédit ou le prêt ; [...] ».

Aux termes de l'ordonnance n° 2016-827 du 23 juin 2016, cet article sera modifié, à compter du 3 janvier 2018, pour étendre le champ de la transaction visée dans cet article aux transactions portant non seulement sur un instrument financier mais également *« sur une unité mentionnée à l'article L. 229-7 du code de l'environnement »*. Pour le reste, il est inchangé.

- **Article 5 du Règlement CRBF n° 98-05 du 7 décembre 1998 relatif aux opérations de crédit des entreprises d'investissement**

« Les crédits ne peuvent être consentis ou renouvelés par les entreprises assujetties qu'après accord exprès des parties et pour une durée déterminée.

L'accord des parties peut toutefois être constaté dans une convention d'ouverture de crédit conclue pour un montant déterminé et une durée qui ne peut excéder un an. Le renouvellement éventuel de cette convention ne peut intervenir de manière tacite. Chaque utilisation de cette ouverture doit être affectée au règlement d'une transaction identifiée et, sauf accord exprès des parties, remboursée dans un délai de 15 jours.

Le montant de tout crédit accordé par l'entreprise assujettie à un même bénéficiaire s'impute, le cas échéant, sur l'ouverture de crédit visée à l'alinéa précédent.

Les délais consentis aux investisseurs pour leur permettre de différer le règlement d'une dette née à l'occasion d'une transaction sur instruments financiers ne peuvent en tout état de cause être supérieurs à 30 jours à compter de l'exigibilité du paiement de ladite transaction ».

➤ Argumentaire

En application de la Directive MIF qui instaure un service connexe aux services d'investissement d'octroi de crédit pour permettre à un investisseur d'effectuer une transaction sur un ou plusieurs instruments financiers, les entreprises d'investissement sont autorisées à effectuer des opérations de crédit.

Cette possibilité de consentir des crédits est soumise à certaines conditions, énumérées par le Règlement n° 98-05 du 7 décembre 1998, telles que l'obligation pour l'entreprise d'investissement d'être directement en relation d'affaires avec l'investisseur auquel elle accorde un crédit (article 4).

Cependant, certaines de ces conditions ne résultent ni de la Directive MIF, ni de ses textes d'application.

C'est notamment le cas de la limitation de la durée des crédits accordés par une entreprise d'investissement à trente jours à compter de l'exigibilité du paiement de la transaction sur instruments financiers en lien avec laquelle le crédit a été accordé.

L'article 5 du Règlement CRBF n° 98-05 du 7 décembre 1998 relatif aux opérations de crédit des entreprises d'investissement devrait donc être modifié pour supprimer cette exigence supplémentaire.

7. CRD (Fonds propres, gouvernance et contrôle interne)

➤ Dispositions européennes

- **Article 4 du Règlement n° 575/2013**

Au sens du présent règlement, on entend par :

[...]

« 2) "entreprise d'investissement" : une personne au sens de l'article 4, paragraphe 1, point 1), de la directive 2004/39/CE qui est soumise aux exigences imposées par ladite directive, **à l'exclusion** :

a) des établissements de crédit ;

b) des entreprises locales ;

c) **des entreprises qui ne sont pas agréées pour fournir le service auxiliaire visé à l'annexe I, section B, point 1, de la directive 2004/39/CE, qui fournissent ou exercent uniquement un ou plusieurs des services et activités d'investissement figurant dans la liste de l'annexe I, section A, points 1, 2, 4 et 5, de ladite directive et qui ne sont pas autorisées à détenir des fonds ou des titres appartenant à leurs clients et qui, pour cette raison, ne peuvent à aucun moment être débitrices vis-à-vis de ces clients.** »

➤ Droit français

- **Article 1^{er} de l'Arrêté du 3 novembre 2014 relatif au contrôle interne**

Les entreprises assujetties au présent arrêté sont :

1° Les établissements de crédit mentionnés au I de l'article L. 511-1 du code monétaire et financier ainsi que les succursales d'établissement de crédit dont le siège social est situé dans un Etat qui n'est ni membre de l'Union européenne ni partie à l'accord sur l'Espace économique européen, agréées par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution ;

2° Les sociétés de financement mentionnées au II de l'article L. 511-1 du code monétaire et financier ;

3° Les entreprises d'investissement mentionnées à l'article L. 531-4 du code monétaire et financier autres que les sociétés de gestion de portefeuille mentionnées à l'article L. 532-9 du même code ;

[...]

- **Article 4 de l'Arrêté du 3 novembre 2014 relatif au contrôle interne**

« Les entreprises assujetties veillent à mettre en place un contrôle interne en adaptant l'ensemble des dispositifs prévus par le présent arrêté, ainsi que, le cas échéant, par les dispositions européennes directement applicables, à la taille, au volume de leurs activités, aux implantations ainsi qu'à la nature, à l'échelle et à la complexité des risques inhérents à leur modèle d'entreprise et à leurs activités ».

- **Argumentaire**

L'exclusion du champ d'application des dispositions issues des textes du Paquet CDR IV de certaines entreprises d'investissement qui ne sont agréées que pour fournir un certain nombre de services d'investissement n'a pas été reprise en droit français.

Ainsi, le Décret du 3 novembre 2014 relatif au contrôle interne, qui s'est substitué le 6 novembre 2014 au Règlement CRBF n° 97-02, contient uniquement un principe de proportionnalité.

8. Seuil de proportionnalité au niveau des entités pour l'application des dispositions sur les rémunérations liées à CRD 4

- **Dispositions européennes**

- **Article 74 de la Directive européenne 2013/36/UE du 26 juin 2013 (CRD 4)**

« 1. Les établissements disposent d'un dispositif solide de gouvernance d'entreprise, comprenant notamment une structure organisationnelle claire avec un partage des responsabilités bien défini, transparent et cohérent, des processus efficaces de détection, de gestion, de suivi et de déclaration des risques auxquels ils sont ou pourraient être exposés, des mécanismes adéquats de contrôle interne, y compris des procédures administratives et comptables saines, et des politiques et pratiques de rémunération permettant et favorisant une gestion saine et efficace des risques.

2. Les dispositifs, les processus et les mécanismes visés au paragraphe 1 sont exhaustifs et adaptés à la nature, à l'échelle et à la complexité des risques inhérents au modèle d'entreprise et aux activités de l'établissement. Il est tenu compte des critères techniques définis aux articles 76 à 95. »

- **Article 92 de la Directive européenne 2013/36/UE du 26 juin 2013 (CRD 4)**

« Les autorités compétentes veillent à ce que, lorsqu'ils définissent et mettent en œuvre les politiques de rémunération totale, [...], les établissements respectent les principes suivants d'une manière et dans une mesure qui soient adaptées à leur taille et à leur organisation interne ainsi qu'à la nature, à l'échelle et à la complexité de leurs activités [...]. »

- **Droit français**

- **Article 198 de l'Arrêté du 3 novembre 2014 relatif au contrôle interne**

« Les sociétés de gestion de portefeuille et les entreprises d'assurance ou de réassurance appartenant à un groupe mentionné au III de l'article L. 511-57 du code monétaire et financier ne sont pas soumises aux dispositions des articles L. 511-71 à L. 511-88 du même code.

Les entités autres que celles mentionnées au premier alinéa dont le total de bilan est inférieur ou égal à 10 milliards d'euros appartenant à un groupe mentionné au III de l'article L. 511-57 du code monétaire et financier ne sont pas soumises aux dispositions des articles L. 511-71 à L. 511-88 du même code si leurs activités n'engendrent pas de risque pour la solvabilité et la liquidité du groupe auquel elles appartiennent ».

- **Article 199 de l'Arrêté du 3 novembre 2014 relatif au contrôle interne**

« Les établissements de crédit, les sociétés de financement et les entreprises d'investissement, dont le total de bilan est inférieur ou égal à 10 milliards d'euros ainsi que ceux appartenant à un groupe mentionné au III de l'article L. 511-57 du code monétaire et financier dont le total de bilan consolidé ou sous-consolidé est inférieur ou égal à 10 milliards d'euros ne sont pas soumis aux dispositions des articles L. 511-71 à L. 511-88 du même code s'ils ont, aux fins de limiter les prises de risque excessives, identifié leur personnel ayant une incidence significative sur le risque de l'entreprise ou du groupe et mis en place et en œuvre des règles de limitation, de différé et de diversification des instruments de paiement de la part variable de la rémunération de ces personnels dans le respect des intérêts à long terme de l'entreprise ou du groupe et sous réserve de ne pas limiter la capacité de l'entreprise à renforcer ses fonds propres ou ceux du groupe et constitué un comité des rémunérations si le seuil mentionné à l'article 104 est atteint.

Les personnes mentionnées au premier alinéa sont en mesure de justifier à l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution le périmètre des personnels concernés, les mesures prises pour l'application dudit alinéa, l'efficacité desdites mesures et le caractère adapté de ces dernières à leurs activités et à leur taille et, le cas échéant, à celles du groupe auquel elles appartiennent ».

- **Article 200 de l'Arrêté du 3 novembre 2014 relatif au contrôle interne**

« Les établissements de crédit, les sociétés de financement et les entreprises d'investissement, dont le total de bilan est inférieur ou égal à 10 milliards d'euros et qui appartiennent à un groupe mentionné au III de l'article L. 511-57 du code monétaire et financier, dont le total de bilan consolidé ou sous-consolidé est supérieur à 10 milliards d'euros sont soumis, au niveau du groupe, aux dispositions des articles L. 511-71 à L. 511-88 du même code ».

- **Article 201 de l'Arrêté du 3 novembre 2014 relatif au contrôle interne**

« Les établissements de crédit, les sociétés de financement et les entreprises d'investissement autres que ceux mentionnés aux articles 199 et 200 sont soumis, sur base individuelle et, le cas échéant, sur base consolidée ou sous-consolidée, aux dispositions des articles L. 511-71 à L. 511-88 du code monétaire et financier.

Les entités autres que les sociétés de gestion de portefeuille et les entreprises d'assurance ou de réassurance appartenant à un groupe mentionné au III de l'article L. 511-57 du code monétaire et financier, dont le bilan est supérieur à 10 milliards d'euros ou dont les activités engendrent des risques pour la solvabilité et la liquidité du groupe auquel elles appartiennent, sont soumises sur base consolidée aux dispositions des articles L. 511-71 à L. 511-88 du même code ».

➤ **Argumentaire**

L'AMAFI constate que le niveau du seuil de proportionnalité concernant les entités pour l'application des dispositions relatives à l'encadrement sur les rémunérations sur base individuelle n'est pas prévu par la réglementation européenne, du moins jusqu'à la fixation d'éventuels seuils dans le cadre des discussions sur la révision des textes CRD/CRR actuellement en cours.

En France, ce seuil a été fixé à 10 milliards EUR de taille de bilan, alors qu'il est aujourd'hui de 15 milliards EUR en Allemagne et de 15 milliards de GBP au Royaume-Uni. Le seuil retenu par la réglementation française peut porter atteinte à la compétitivité des entreprises françaises par rapport aux entreprises immatriculées dans d'autres pays de l'Union Européenne.

9. Seuil pour la création d'un Comité des rémunérations

➤ Dispositions européennes

• **Article 95 de la Directive européenne 2013/36/UE du 26 juin 2013 (CRD 4)**

« 1. Les autorités compétentes veillent à ce que les établissements ayant une importance significative en raison de leur taille, de leur organisation interne, ainsi que de la nature, de l'échelle et de la complexité de leurs activités, instaurent un comité de rémunération. Le comité de rémunération est composé de manière à lui permettre d'exercer un jugement compétent et indépendant sur les politiques et les pratiques de rémunération et sur les incitations créées pour la gestion des risques, des fonds propres et des liquidités.

2. Les autorités compétentes veillent à ce que le comité de rémunération soit chargé d'élaborer les décisions concernant les rémunérations, notamment celles qui ont des répercussions sur le risque et la gestion des risques dans l'établissement concerné et que l'organe de direction est appelé à arrêter. Le président et les membres du comité de rémunération sont des membres de l'organe de direction qui n'exercent pas de fonction exécutive au sein de l'établissement concerné. Si la représentation du personnel au sein de l'organe de direction est prévue par le droit national, le comité de rémunération comprend un ou plusieurs représentants du personnel. Lors de la préparation de ces décisions, le comité de rémunération tient compte des intérêts à long terme des actionnaires, des investisseurs et des autres parties prenantes de l'établissement ainsi que de l'intérêt public. »

➤ Droit français

• **Article 104 de l'Arrêté du 3 novembre 2014 relatif au contrôle interne**

« Pour l'application de l'article L. 511-89 du code monétaire et financier, les entreprises assujetties dont le total de bilan social ou consolidé est supérieur à 5 milliards d'euros constituent un comité des risques, un comité des nominations et un comité des rémunérations.

Les entreprises assujetties autres que celles mentionnées aux articles L. 511-89 et L. 533-31 du code monétaire et financier, qui se dotent volontairement d'un comité spécialisé mentionné à l'article L. 511-89 du même code, respectent les dispositions relatives au comité spécialisé concerné. »

• **Article 276 de l'Arrêté du 3 novembre 2014 relatif au contrôle interne**

« Pour l'application de l'article L. 511-102 du code monétaire et financier, les sociétés de capital-risque dont le total de bilan social ou consolidé est supérieur à 10 milliards d'euros constituent un comité des rémunérations. »

➤ Argumentaire

L'AMAFI constate que la directive européenne ne fixe aucun seuil précis pour la mise en place d'un comité des rémunérations, se contentant de préciser qu'il est obligatoire dans les établissements ayant une importance significative, « en raison de leur taille, de leur organisation interne, ainsi que de la nature, de l'échelle et de la complexité de leurs activités ».

En France, indépendamment des dispositions du Code monétaire et financier (articles L511-89 et L511-102 CMF), ce seuil a été fixé à 5 milliards EUR, alors qu'il est fixé à 30 milliards de taille de bilan en Allemagne. Sur ce point également, le seuil retenu par la réglementation française peut porter atteinte à la compétitivité des entreprises françaises par rapport aux entreprises immatriculées dans d'autres pays de l'Union Européenne.

10. Augmentation de capital sans DPS

L'article **R. 225-119 du Code de commerce** relatif à la fixation du prix dans les augmentations de capital sans droit préférentiel de souscription (DPS) dispose que « *Pour l'application du premier alinéa du 1° de l'article L. 225-136, le prix est au moins égal à la moyenne pondérée des cours des trois dernières séances de bourse précédant sa fixation éventuellement diminuée d'une décote maximale de 5%.* ».

Aucun doute n'est permis, pour les praticiens de ces opérations, sur le fait que la référence aux trois dernières séances de bourse « précédant sa fixation » fait référence aux trois séances précédant la clôture du placement puisque dans ce cas, le prix ne peut pas, par définition, être fixé avant l'ouverture du placement.

Or malgré cette évidence, une position exprimée par l'AMF dans sa revue mensuelle de mai 2005 au sujet des modalités de fixation du prix d'émission des augmentations de capital sans droit préférentiel de souscription⁴ (la Position AMF) a posé comme principe que « *le moment de la fixation du prix, au sens du décret, s'entend au plus tard, comme celui de l'ouverture du placement, que celui-ci s'effectue à prix fixe ou à prix ouvert* ».

Dans une note de juin 2015 (AMAFI / 15-33) puis dans les nombreux échanges que l'AMAFI a eus avec la Direction du Trésor sur ce sujet, l'Association a exposé en quoi cette position était hautement critiquable à plusieurs titres et en premier lieu sur le plan juridique, directement concerné par la présente consultation, dans la mesure où l'AMF, par la voie d'un instrument de doctrine interprète une disposition de nature réglementaire de façon contraire aux termes de ce texte. Il est rappelé que cette position est selon l'AMAFI directement responsable du faible nombre d'opérations de ce type réalisées en France et donc un frein manifeste à l'attractivité de la Place de Paris.

La DGT dispose de tous les arguments qui ont été échangés sur ce sujet et ont été rappelés, sous une forme résumée, dans le cadre des observations de l'AMAFI sur le Plan d'action Entreprises adressé à la DGT le 10 novembre 2017. Il n'est donc pas besoin de les rappeler ici.

De ce fait, sans entrer, dans le cadre de la présente consultation, dans le cœur de ce sujet et des demandes de l'AMAFI, l'Association souhaite à tout le moins rappeler que la Position AMF précitée dont le statut actuel est on ne peut moins clair, doit être expressément abrogée.

11. Les listes d'interdiction et de surveillance imposées par le RG AMF

L'AMAFI relève qu'à l'occasion de la transposition «négative» du règlement européen 596/2014 du 16 avril 2014 dit «MAR»⁵, l'AMF a finalement souhaité maintenir ses dispositions du RG AMF relatives aux **listes de surveillance et d'interdiction** (articles 315-16 à -18) alors même que MAR ne contient aucune disposition similaire.

L'AMF avait d'ailleurs souligné : «*La transposition de MAR constitue l'occasion de poser la question du maintien de ces dispositifs. En effet, ils sont purement nationaux, ayant été introduits par un arrêté du 5 août 2008, sans lien avec les directives MAD et MIF. MAR ne traitant pas clairement de cette question, il est proposé qu'ils soient maintenus, ces listes paraissant utiles.*».

L'Association confirme que dans la mesure où il s'agit de dispositifs purement nationaux qui matérialisent une démarche de *goldplating*, à l'encontre même de la préoccupation plusieurs fois exprimée par l'AMF. Même si ces dispositifs ont leur utilité pour la gestion de la circulation de l'information privilégiée et la

⁴ « *Application des dispositions du décret du 12 février 2005 relatives au moment de la fixation du prix d'émission* » – Revue Mensuelle de l'Autorité des Marchés Financiers – N° 14 – Mai 2005.

⁵ V. Consultation publique de l'AMF du 20 avril 2016 sur les modifications à apporter à son règlement général et à sa doctrine « Emetteur » en vue de l'entrée en application du règlement abus de marché « MAR ») et la réponse de l'AMAFI (AMAFI / 16-26).

gestion des conflits d'intérêts, l'AMAFI relève que leurs mises en œuvre opérationnelles soulèvent des problématiques parfois importantes.

A titre d'exemple, le dispositif actuel oblige à lister tous les instruments financiers concernés et non, par exemple, les noms des émetteurs. Compte tenu parfois du nombre extrêmement important d'instruments émis par un émetteur donné⁶, cela oblige à surveiller un champ très large de transactions. De manière générale, le caractère prescriptif du dispositif actuel des listes de surveillance et d'interdiction empêche une déclinaison opérationnelle proportionnée et concentrée sur les risques identifiés par le PSI. Ainsi, si les dispositions concernées étaient supprimées du RG AMF – alors même que le PSI ferait le choix de maintenir ces outils – ils pourraient les appliquer d'une manière plus adaptée à la nature de leurs activités et des risques encourus pour optimiser leur dispositif de surveillance. Enfin, cela laisserait la liberté aux PSI concernés de décliner un dispositif plus adapté aux problématiques de transaction transfrontières où d'autres réglementations, autres que la seule réglementation française, peuvent trouver à s'appliquer.

II – DISPOSITIONS REGLEMENTAIRES EN COURS DE DISCUSSION

Comme indiqué en tête de ce document, l'AMAFI souhaite d'ores et déjà attirer l'attention de la DGT sur des articles du RG AMF soumis à consultation, que l'AMF pourrait maintenir à compter du 3 janvier 2018. Comme elle l'a fait valoir dans sa réponse à la consultation de l'AMF (*AMAFI / 17-79*), les articles identifiés constituent des exemples de sur-transposition dont elle préconise la suppression pure et simple. Il s'agit des points suivants :

12. Conventions conclues avec les clients

Dans une section 5 (intitulée « *Conventions conclues avec les clients* ») du chapitre IV, du Titre 1^{er}, du Livre III du RG AMF actuellement en vigueur, sont rassemblés en trois sous-sections des dispositions applicables aux conventions conclues entre le PSI et les clients non professionnels (v. l'article 314-58 du RG AMF qui doit être renuméroté 314-10).

L'attention de l'AMAFI s'est portée particulièrement sur l'article 314-59 (qui doit être renuméroté 314-11) (figurant dans une Sous-section 1 intitulée « *Dispositions communes à l'ensemble des services d'investissement autres que le conseil en investissement* ») et sur les articles 314-62 à 314-64 (qui doivent être renumérotés 314-14, 314-15 et 315-16) (figurant dans une Sous-section 3 intitulée « *Dispositions applicables aux services autres que les services de gestion de portefeuille et le conseil en investissement* »).

L'AMAFI considère que ces dispositions sont en contradiction avec les dispositions directement applicables de l'article 58 du Règlement délégué 2017/565 de la Commission européenne du 25 avril 2016 (« *Accords conclus avec les clients de détail et professionnels* ») qui non seulement énonce une obligation de principe (celle d'établir « *un contrat de base écrit, sur papier ou autre support durable, énonçant les droits et obligations essentiels de l'entreprise et du client* ») mais apporte également des précisions en ce qui concerne ce qui doit être inclus dans ces « *droits et obligations essentiels des parties* ».

Pour justifier ce maintien, l'AMF explique que l'article 58 précité est un texte d'harmonisation minimale (en se référant à « *Final report de l'ESMA en ce qui concerne un avis technique qu'elle a donné à la Commission européenne le 19 décembre 2014* », c'est-à-dire à un document dénué de toute valeur juridique) et que l'Autorité est donc fondée à maintenir à droit constant le texte qui existait sous l'empire de MIF 1 qui était réservé aux clients non professionnels.

L'AMAFI est en total désaccord avec cette approche.

⁶ Alors même que le risque peut être en réalité concentré sur l'action, par exemple.

D'une part, parce qu'il s'agit clairement d'un ajout par rapport à des dispositions européennes : l'argument selon lequel il y aurait une harmonisation minimale opérée au niveau européen autorisant les autorités locales à ajouter par rapport à ce socle minimal européen est en directe contradiction avec la démarche engagée par le Ministre visant à identifier les domaines de « *dé-surtransposition* » des textes français et ce, en vue d'accroître l'attractivité financière de la France.

D'autre part, parce que cet ajout va, sans aucune doute, créer un risque de confusion et d'incompréhension supplémentaire et donc contribuer à l'illisibilité du droit français dans la mesure où le champ d'application de l'article 58 est désormais plus large (incluant les clients professionnels, le conseil en investissement sous certaines conditions, un nouveau service et un service connexe) que le champ de l'obligation d'établir une convention sous MIF 1. Maintenir une disposition issue de MIF 1 dans le cadre de MIF 2 alors que les dispositions européennes ont été modifiées, tant dans leur champ que dans leur contenu, ne peut se justifier.

L'AMAFI préconise donc la suppression pure et simple des articles précités, s'ils sont maintenus dans le RG AMF à compter de 3 janvier 2018.

13. Introduction des titres de sociétés sur un marché réglementé d'instruments financiers

Dans une Sous-section 4 (« *Introduction des titres de sociétés sur un marché réglementé d'instruments financiers* ») du Chapitre V (« *Autres dispositions* ») du Titre I du Livre III, figurent des dispositions - les articles 315-31 à 315-37 - que l'AMF propose de maintenir tout en les renumérotant en articles 315-6 à 315-12 alors que Règlement délégué précité 2017/565 contient des dispositions détaillées sur les mêmes sujets aux articles 38 (« *Exigences générales supplémentaires relatives à la prise ferme et au placement* »), 39 (« *Exigences supplémentaires relatives au prix des offres en rapport avec l'émission d'instruments financiers* ») et 40 (« *Exigences supplémentaires relatives au placement* »).

Pour l'AMAFI, il n'y a donc aucune raison valable de conserver ces articles et leur maintien serait source de complexité additionnelle. Dans son document de consultation, en guise de justification de ces dispositions, l'AMF renvoie à l'explication qu'elle a donnée en relation avec les dispositions sur les conventions clients à savoir que les dispositions européennes sont des dispositions d'harmonisation minimale auxquelles l'AMF pourrait parfaitement rajouter des dispositions nationales (v. point 12 ci-dessus). Cette explication est inacceptable pour l'AMAFI, d'une part parce qu'elle est dépourvue de fondement juridique et d'autre part, comme indiqué au point 12, parce qu'elle va directement à l'encontre de la démarche engagée par le Ministre visant à identifier les domaines de « *dé-surtransposition* » des textes français et ce, en vue d'accroître l'attractivité financière de la France.

Plus particulièrement :

- ✓ S'agissant de l'article 315-31 (article renuméroté 315-6) : l'AMAFI a eu l'occasion dans le passé de faire valoir auprès de l'AMF que l'obligation énoncée à cet article d'établir un contrat et d'assurer sa signature au moins trois mois avant l'introduction en bourse était totalement irréaliste et impraticable de façon concrète, du fait du refus des émetteurs de signer un tel contrat, le plus souvent, avant la toute dernière phase de l'opération. Cet article qui ne repose sur aucune disposition européenne et qui n'est pas appliqué en pratique - parce qu'il n'est pas réaliste - doit donc être supprimé.
- ✓ S'agissant de l'article 315-32 (article renuméroté 315-7) : les informations sur coûts et frais sont particulièrement détaillées à l'article 50 du Règlement délégué 2017/565 en application de l'article 24.4 de la Directive MIF2 ainsi qu'aux articles L. 533-12 et D. 533-15, 3° du Code monétaire et financier. Le maintien de cet article ne peut donc se justifier. Il doit être supprimé.

- ✓ S'agissant de l'article 315-33 (article renuméroté 315-8) : il impose au PSI de procéder à une évaluation de la société en ayant recours « *aux méthodologies reconnues de valorisation* ». Il y a là clairement un ajout par rapport aux dispositions européennes, particulièrement celles de l'article 39.2 du Règlement délégué 2017/565 qui impose, non pas de procéder à une évaluation de la société, mais d'informer le client « *sur la façon dont la recommandation relative au prix de l'offre et au calendrier impliqués est déterminée* ». Il faut noter que cet article 39.2 est particulièrement précis s'agissant des obligations du PSI à l'égard de son client concernant le prix de l'offre. Son dernier alinéa énonce que « *pendant tout le processus d'offre, les entreprises prennent également les mesures raisonnables pour tenir le client émetteur informé de toute évolution du prix de l'émission* ».

L'article 315-33 fait donc peser sur le PSI une obligation complémentaire lourde qui ne peut en aucune façon être justifiée par le droit d'ajouter à des dispositions d'harmonisation minimale, sauf à aller directement à l'encontre de la démarche engagée par le Ministre pour rendre la place financière de Paris plus attractive. Elle ne peut d'ailleurs pas non plus se justifier par une quelconque utilité pour l'émetteur tant il est vrai que dans un processus d'introduction en bourse, ce n'est pas l'évaluation de la société qui est le critère déterminant mais plutôt le prix d'offre qui peut dépendre d'autres facteurs. Ce n'est d'ailleurs pas sans raison que le législateur européen s'est concentré sur les obligations d'information du client s'agissant de la formation de ce prix. Cet article doit donc être supprimé.

- ✓ S'agissant de l'article 315-34 (article renuméroté 315-9) : Comme l'article 315-31 ci-dessus, cet article impose une obligation dont il n'est pas fait usage. En effet, il se réfère à la clause d'augmentation de la taille des augmentations de capital (pouvant correspondre soit à une clause d'extension soit à une clause de sur-allocation) qui en pratique n'est que très rarement utilisée dans le cadre des introductions en bourse. En outre, il est rappelé que les mesures de stabilisation et les clauses de sur-allocation correspondantes relèvent du Règlement Abus de marché (n° 596/2014) (MAR) qui a consacré un Règlement délégué n° 2016/1052 aux mesures de stabilisation et contient de ce fait des obligations précises relatives à ces opérations. Il n'y a donc aucune raison de conserver cet article (qui aurait d'ailleurs déjà dû être supprimé lors de la transposition négative de MAR). Il doit donc être supprimé.
- ✓ S'agissant de l'article 315-35 (article renuméroté 315-10) : l'AMF explique qu'il ne relève pas de MIF 2 parce que le Règlement délégué précité, dans ses articles 38 à 41 relatifs au placement, y compris lors d'une IPO, vise « *la mise en place d'une politique d'allocation* » des ordres (particulièrement à l'article 40.4) tandis que l'article 315-35, lui, « *précise la politique d'allocation* ». Si l'on suit ce raisonnement, on pourrait dire de tout ajout national qu'il ne relève pas du texte européen... précisément parce qu'il ajoute au texte national... Cette explication ne peut davantage être acceptée. Les obligations en cette matière sont définies aux articles précités du Règlement délégué et notamment à l'article 40.4. Des discussions approfondies se sont tenues avec les services de l'AMF sur l'interprétation à donner à cet article. L'ESMA par ailleurs, dans son document de Questions-Réponses,^[1] a eu l'occasion de répondre à des questions sur le sujet du placement et particulièrement sur la question des allocations. Il est probable que d'autres questions-réponses se rajouteront sur ce sujet dans les semaines/mois à venir.

Il faut rappeler que la question des allocations n'était pas traitée du tout sous MIF 1 - ce qui pouvait expliquer que des dispositions nationales aient existé sur ce sujet mais ce n'est plus le cas sous MIF 2. Dès lors, les dispositions en place sous MIF 1 ne sauraient être maintenues. Cet article doit donc, lui aussi, être supprimé.

[1] Questions and Answers on MiFID II investor protection and intermediaries topics, 10 November 2017 / ESMA35-43-349, Section 6.

- ✓ S'agissant de l'article 315-36 (article renuméroté 315-11) : L'AMF a justifié le maintien de cette disposition en se référant à une disposition applicable au PSI qui fournit le service de gestion de portefeuille et définit *a priori* l'affectation prévisionnelle des ordres qu'il émet (l'article 314-66, IV) en indiquant que « *l'article 24(12) de MIF 2 permet aux Etats membres de conserver des dispositions supplémentaires, adoptées lors de la transposition de MIF 1, dès lors qu'elles ont été dûment notifiées à la Commission. Pour mémoire, le Trésor a adressé une lettre à la Commission en 2007 indiquant son intention de conserver ce principe relatif à la pré-affectation des ordres* ».

Cette justification ne peut être acceptée. D'abord, l'article 24.12 de la Directive MIF 2 ne prévoit la possibilité pour les Etats membres d'imposer des exigences supplémentaires que « *dans des cas exceptionnels et pour autant que ces exigences soient objectivement justifiées et proportionnées afin de répondre à des risques spécifiques pesant sur la protection des investisseurs ou l'intégrité du marché qui revêtent une importance particulière dans la structure de marché propre à l'Etat membre concerné* ». Quant à la possibilité de conserver des exigences supplémentaires qui auraient été notifiées à la Commission européenne avant le 2 juillet 2014, encore faut-il qu'elles respectent les conditions prévues à l'article 4 de la Directive d'application 2006/73 de MIF 1, qui énoncent les mêmes critères que ceux énoncés à l'article 24.12 de la Directive MIF 2.

Dès lors, l'AMAFI considère qu'il n'est pas possible de justifier valablement le maintien de l'article 315-36 en se référant à une lettre que la Direction du Trésor aurait envoyée (sans qu'en outre aucune précision ne soit apportée sur le contenu de cette lettre) pour justifier le maintien d'un autre article. Après vérification sur le site de la Commission européenne sur lequel figurent les notifications faites par les Etats membres, en vertu de l'article 4 de la Directive 2006/73 du 10 août 2006, des dispositions supplémentaires entrant dans le champ de MIF1, il apparaît que la seule notification mentionnée comme ayant été faite par la France concerne le découplage des prestations (« *unbundling* ») et les nouvelles restrictions apportées aux commissions en nature (« *softing* ») ainsi que les accords de commissions partagées et les seuls articles du RG AMF qui sont expressément concernés et visés sont les articles 374-75-1, 314-79, 314-81, 314-82, 314-83 et 314-85-1. Il n'y a donc là aucun fondement au maintien de l'article 315-36 qui doit donc être supprimé.

- ✓ S'agissant enfin de l'article 315-37 (article renuméroté 315-12) : Il est rappelé, comme indiqué plus haut (v. commentaires en relation avec l'article 315-35) que les obligations du PSI, en matière de politique d'allocation, sont énoncées à l'article 40.4 du Règlement délégué 2017/565. Cette disposition ajoute une obligation à la charge des PSI qui ne peut être valablement fondée juridiquement puisque c'est l'émetteur et lui seul qui est responsable de l'établissement du prospectus (ce que l'AMF reconnaît d'ailleurs dans son commentaire). Cet article doit donc être supprimé.

L'AMAFI préconise donc la suppression pure et simple des articles précités, et donc de l'intégralité de cette sous-section 4, s'ils sont maintenus dans le RG AMF à compter de 3 janvier 2018.

III – DISPOSITION RELATIVE A LA LCB-FT (EN COURS DE DISCUSSION)

L'AMAFI souhaite également d'ores et déjà attirer l'attention de la DGT sur un article du RG AMF en cours de révision suite à la transposition de la 4^{ème} Directive. Comme l'Association l'a fait valoir dans sa réponse à consultation du CCLRF, l'article identifié constitue un exemple de sur-transposition c'est pourquoi elle a proposé une modification de celui-ci.

14. Identification des clients dans le cadre des placements collectifs

➤ Dispositions européennes

• Article 1^{er} de la 4^{ème} Directive LCB-FT

« 13) «relation d'affaires», une relation d'affaires, professionnelle ou commerciale liée aux activités professionnelles d'une entité assujettie et censée, au moment où le contact est établi, s'inscrire dans une certaine durée; »

• Article 13 de la 4^{ème} Directive LCB-FT

« 1. Les mesures de vigilance à l'égard de la clientèle comprennent: a) l'identification du client et la vérification de son identité, sur la base de documents, de données ou d'informations obtenus d'une source fiable et indépendante; »

➤ Droit français

• Article R. 561-2 du Code monétaire et financier

Rédaction dans le projet de décret soumis au CCLR pour la consultation écrite du 22 novembre 2017 :

« Lorsque le client d'une des personnes mentionnées à l'article L. 561-2 est un placement collectif au sens du I de l'article L. 214-1, on entend par bénéficiaire effectif, au sens du 1° de l'article L. 561-2-2, la ou les personnes physiques qui soit détiennent, directement ou indirectement, plus de 25 % des parts, actions ou droits de vote du placement collectif, soit exercent, par tout autre moyen, un pouvoir de contrôle au sens des 3° et 4° du I de l'article L. 233-3 du code de commerce sur le placement collectif, s'il s'agit d'une société, ou sur la société de gestion de ce placement collectif.

Lorsqu'aucune personne physique n'a pu être identifiée selon les critères prévus au précédent alinéa, et que la personne mentionnée à l'article L. 561-2 n'a pas de soupçon de blanchiment de capitaux ou de financement du terrorisme à l'encontre du client mentionné au précédent alinéa, le bénéficiaire effectif est :

a) Lorsque le placement collectif est une société, la ou les personnes physiques représentants légaux déterminées conformément aux dispositions de l'article R. 561-1, ou lorsque ce placement collectif est géré par une société de gestion, la ou les personnes physiques dirigeant effectivement cette société de gestion au sens du 4 du II de l'article L. 532-9 ;

b) Lorsque le placement collectif n'est pas une société, la ou les personnes physiques qui assurent la direction effective de la société de gestion au sens du 4° du II de l'article L. 532-9. »

➤ Argumentaire

L'article R. 561-2 assimile aujourd'hui le placement collectif au client, cette position française étant beaucoup plus rigide que celle ses partenaires européens. De ce fait, il crée une difficulté importante chaque fois que l'intermédiaire financier est dans l'impossibilité d'obtenir les bénéficiaires effectifs du placement collectif s'agissant d'informations qui peuvent être sensibles commercialement pour la société de gestion.

La proposition de modification du Trésor au moment de la transposition de la 4^{ème} Directive (ajout des 3 derniers alinéas) cherche à apporter une souplesse utile. Celle-ci reste toutefois insuffisante puisqu'elle n'est utilisable qu'à défaut d'identification des bénéficiaires effectifs, supposant donc que les diligences en ce sens ont été effectivement réalisées.

Il est donc indispensable de donner un caractère beaucoup plus automatique au dispositif selon que le placement collectif a ou non la personnalité juridique (plutôt d'ailleurs que la qualité de société) et puisse donc ou non être considéré comme le client.

De sorte que les systèmes français puissent bénéficier du même cadre réglementaire que d'autres pays européens, nous proposons de modifier l'article R. 561-2 (tel que soumis à consultation au CCLRF) comme suit (les modifications proposées par l'AMAFI apparaissent en gras / souligné et en barré) :

~~« Lorsque le client d'une des personnes mentionnées à l'article L. 561-2 est un placement collectif au sens du I de l'article L. 214-1, »~~ **On entend par bénéficiaire effectif, au sens du 1° de l'article L. 561-2-2, d'un placement collectif au sens du I de l'article L. 214-1** ~~la ou les personnes physiques qui soit détiennent, directement ou indirectement, plus de 25 % des parts, actions ou droits de vote du placement collectif, soit exercent, par tout autre moyen, un pouvoir de contrôle au sens des 3° et 4° du I de l'article L. 233-3 du code de commerce sur le placement collectif, s'il s'agit d'une société, ou sur la société de gestion de ce placement collectif.~~

~~« Lorsqu'aucune personne physique n'a pu être identifiée selon les critères prévus au précédent alinéa, et que la personne mentionnée à l'article L. 561-2 n'a pas de soupçon de blanchiment de capitaux ou de financement du terrorisme à l'encontre du client mentionné au précédent alinéa, le bénéficiaire effectif est :~~

~~« a) Lorsque le placement collectif est une société~~ **a la personnalité juridique, la ou les personnes physiques qui soit détiennent, directement ou indirectement, plus de 25 % des parts, actions ou droits de vote du placement collectif, soit exercent, par tout autre moyen, un pouvoir de contrôle au sens des 3° et 4° du I de l'article L. 233-3 du code de commerce sur le placement collectif.**

Lorsqu'aucune personne physique n'a pu être identifiée selon les critères prévus au précédent alinéa, et que la personne mentionnée à l'article L. 561-2 n'a pas de soupçon de blanchiment de capitaux ou de financement du terrorisme à l'encontre du client mentionné au précédent alinéa, le bénéficiaire effectif est la ou les personnes physiques représentants légaux déterminées conformément aux dispositions de l'article R. 561-1, ou lorsque ce placement collectif est géré par une société de gestion, la ou les personnes physiques dirigeant effectivement cette société de gestion au sens du 4 du II de l'article L. 532-9 ;

~~« b) Lorsque le placement collectif n'est pas une société~~ **n'a pas la personnalité juridique, et que la personne mentionnée à l'article L. 561-2 n'a pas de soupçon de blanchiment de capitaux ou de financement du terrorisme à son encontre,** la ou les personnes physiques qui assurent la direction effective de la société de gestion au sens du 4° du II de l'article L. 532-9. »



ANNEXE - Formulaire de réponse fourni par la DGT

Réponse à la consultation relative à la simplification et à la dé-surtransposition en matière financière		
Texte français concerné	Texte européen concerné	Analyse / propositions de modifications
Règlement Vente à découvert - Instruments financiers couverts		
- Art. L. 211-17-1 du Comofi	- Articles 3, 12 et 13 du règlement n°236/2012 du 14 mars 2012	Les dispositions françaises contenues à l'article L. 211-17-1 étendent le champ des instruments financiers concernés par les obligations du Règlement n°236/2012 sur les ventes à découvert.
Retrait des instructions de règlement livraison dans un système de règlement livraison		
- Art. L. 330-1 du Comofi	- Article 5 de la Directive 98/26/CE du 19 mai 1998 (Directive finalité)	Il s'agirait, d'instituer dans les règles de fonctionnement du système (de paiement et de règlement livraison), un droit de purge des instructions qui permettrait que le retrait du système d'une instruction irrévocable non exécutée, soit opposable aux tiers (outre les participants du système).
Reconnaissance d'un système de pays tiers		
- Art. L. 330-1 du Comofi	- Considérant 7 de Directive 98/26/CE du 19 mai 1998 (Directive finalité)	Il s'agirait de retenir la possibilité offerte par le considérant 7 de la directive finalité de reconnaître les systèmes de pays tiers

Problématique des participants à une chambre de compensation		
- Art L. 330-1 du Comofi - Art L. 440-2 du Comofi	- Article 2(b) de la Directive 98/26/CE du 19 mai 1998 (Directive finalité)	Il apparait que le droit français a opéré une transposition « <i>a minima</i> » de la Directive Finalité dans les articles L.330-1 et L.440-2 du code monétaire et financier (listant respectivement les entités éligibles à l'adhésion d'un système de règlement-livraison et d'une chambre de compensation).
Rémunérations – Consultation de l'AG sur les enveloppes de rémunération versées au preneurs de risques		
- Art. L. 511-73 Code monétaire et financier issu de Ordonnance n°2014-158 du 20 février 2014 - art. 3	- Article 92 de la directive européenne 2013/36/UE du 26 juin 2013 (CRD 4) - Article 450 du règlement n°575/2013 du 26 juin 2013 (CRR)	L'AMAFI constate que le texte européen requiert l'identification de la population des preneurs de risques (voir article 92 de la directive CRD IV), mais n'impose aucune consultation de l'Assemblée Générale des actionnaires sur le montant de l'enveloppe versée annuellement aux preneurs de risques. Il s'agit d'une disposition supplémentaire qui s'ajoute à la publication annuelle déjà prévue par le règlement européen (CRR article 450) pour cette même population, et qui est une spécificité française.
MIF – Opération de crédit des entreprises d'investissement		
- Art. L.321-2 du Comofi - Article 5 du Règlement CRBF n° 98-05 du 7 décembre 1998 relatif aux opérations de crédit des entreprises d'investissement	- Annexe I de la Directive n° 2004/39/CE (MiFID 1) - Annexe I de la Directive 2014 / 65 / UE du 15 mai 2014 (MiFID 2)	L'article 5 du Règlement CRBF n° 98-05 devrait être modifié pour ne plus imposer d'exigences supplémentaires à celles de l'Annexe I de MiFID 2.

CRD (Fond propres, gouvernance, et contrôle interne)		
- Article 1 ^{er} de l'arrêté du 3 novembre 2014 relatif au contrôle interne - Article 4 de l'arrêté du 3 novembre 2014 relatif au contrôle interne	- Article 4 du règlement n°575/2013 du 26 juin 2013	L'exclusion du champ d'application des dispositions issues des textes du Paquet CDR IV de certaines entreprises d'investissement qui ne sont agréées que pour fournir un certain nombre de services d'investissement n'a pas été reprise en droit français.
Seuil de proportionnalité au niveau des entités pour l'application des dispositions sur les rémunérations liées à CRD 4		
- Article 198 à 201 de l'Arrêté du 3 novembre 2014 relatif au contrôle interne	- Article 74 de la Directive européenne 2013/36/UE du 26 juin 2013 (CRD 4) - Article 92 de la Directive européenne 2013/36/UE du 26 juin 2013 (CRD 4)	L'AMAFI constate que le niveau du seuil de proportionnalité concernant les entités pour l'application des dispositions relatives à l'encadrement sur les rémunérations sur base individuelle n'est pas prévu par la réglementation européenne, à ce jour. Le seuil applicable en France actuellement est inférieur à celui d'autres Etats membres, ce qui crée une distorsion de concurrence.
Seuil pour la création d'un Comité des rémunérations		
- Article 104 de l'Arrêté du 3 novembre 2014 relatif au contrôle interne - - Article 276 de l'Arrêté du 3 novembre 2014 relatif au contrôle interne	- Article 95 de la Directive européenne 2013/36/UE du 26 juin 2013 (CRD 4)	L'AMAFI constate que la directive européenne ne fixe aucun seuil précis pour la mise en place d'un comité des rémunérations, se contentant de préciser qu'il est obligatoire dans les établissements ayant une importance significative, « <i>en raison de leur taille, de leur organisation interne, ainsi que de la nature, de l'échelle et de la complexité de leurs activités</i> ». Le seuil applicable en France actuellement est inférieur à celui d'autres Etats membres, ce qui crée une distorsion de concurrence.

Augmentation de capital sans DPS		
- Texte concerné : Position exprimée par l'AMF dans sa revue mensuelle de mai 2005 au sujet des modalités de fixation du prix d'émission des augmentations de capital sans DPS.	- Article R. 225-119 du Code de commerce relatif à la fixation du prix dans les augmentations de capital sans DPS	La Position AMF contredit directement l'article R. 225-119 du Code de commerce sur l'interprétation des termes « <i>précédant sa fixation</i> » pour déterminer les séances de bourse qui doivent être prises en compte pour la fixation du prix d'émission.
Les listes d'interdiction et de surveillance imposées par le RG AMF		
- Articles 315-16 à 315-18 du RG AMF	- Règlement européen 596/2014 du 16 avril 2014	L'AMAFI relève qu'à l'occasion de la transposition « négative » du règlement européen 596/2014 du 16 avril 2014 dit « MAR » ⁷ , l'AMF a finalement souhaité maintenir ses dispositions du RG AMF relatives aux listes de surveillance et d'interdiction alors même que MAR ne contient aucune disposition similaire.
Conventions conclues avec les clients		
- Art. 314-58 à 314-59 du RG AMF - Art. 314-62 à 314-64 du RG AMF	- Art 58 du Règlement délégué 2017/565 du 25 avril 2016	L'AMAFI demande la suppression de ces articles qui constitueraient s'ils étaient maintenus une sur-transposition de l'article 58.

⁷ V. Consultation publique de l'AMF du 20 avril 2016 sur les modifications à apporter à son règlement général et à sa doctrine « Emetteur » en vue de l'entrée en application du règlement abus de marché « MAR ») et la réponse de l'AMAFI ([AMAFI / 16-26](#)).

Introduction des titres de sociétés sur un marché réglementé d'instruments financiers		
- Art. 315-31 à 315-37	- Art. 38 à 40 du Règlement délégué 2017/565 du 25 avril 2016	L'AMAFI demande la suppression de ces articles du RG AMF car le règlement délégué 2017/565 contient des dispositions détaillées sur les mêmes sujets aux articles 38 (« <i>Exigences générales supplémentaires relatives à la prise ferme et au placement</i> »), 39 (« <i>Exigences supplémentaires relatives au prix des offres en rapport avec l'émission d'instruments financiers</i> ») et 40 (« <i>Exigences supplémentaires relatives au placement</i> »). Leur maintien constituerait une sur-transposition.
Identification des clients dans le cadre des placements collectifs		
- Art. R. 561-2 du Comofi	- Art. 1 ^{er} et 13 de la Directive 2015/849 du 20 mai 2015	L'AMAFI relève que le Comofi assimile le « <i>placement collectif</i> » au client de l'entité assujettie quand bien même il n'aurait pas la personnalité juridique. Si la rédaction telle que proposée par la DGT était maintenue, celle-ci constituerait une sur-transposition de la 4 ^{ème} Directive LCB-FT.