

**CONSULTATION DE L'AMF
SUR SON PROJET DE REGLEMENT GENERAL
CONCERNANT LES DECLARATIONS DE
FRANCHISSEMENT DE SEUILS ET D'INTENTION**
-
- Observations de l'AMAFI -

1. L'AMF a soumis le 19 juin 2012 à consultation publique, jusqu'au 6 août 2012, des modifications qu'elle propose d'apporter à diverses dispositions de son règlement général (RG AMF) relatives aux déclarations de franchissement de seuils et d'intention requises par l'article L. 233-7 du code de commerce et au formulaire de déclaration correspondant.

2. L'AMAFI a examiné avec la plus grande attention les modifications ainsi proposées qui sont destinées à permettre la mise en œuvre au 1^{er} octobre prochain de l'article 25 de la loi 2012-387 du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives. Sous une réserve - mais une réserve qui est de la plus grande importance et qui sera développée ci-après - les modifications proposées n'appellent pas de commentaire particulier de sa part dans la mesure où elles lui semblent s'insérer de façon satisfaisante dans le cadre fixé par le législateur.

3. La plus grande partie des observations ci-après concerne donc la seule proposition de modification avec laquelle l'AMAFI est en total désaccord : celle qui concerne le mode de prise en compte des instruments dérivés à dénouement monétaire qui, en application des dispositions de l'article L. 233-9 I. 4 *bis*, doivent désormais être assimilés aux actions, droits de vote et autres instruments déjà assimilés, pour le calcul des seuils dont le franchissement donne lieu à déclaration. L'AMAFI exposera les raisons pour lesquelles elle estime que cette prise en compte doit se faire, non pas en notionnel, mais selon la méthode du delta.

A la fin de cette réponse, sera par ailleurs évoqué un autre point de clarification concernant le régime déclaratif en période d'offre et de pré-offre que le Collège de l'AMF a décidé d'aligner sur celui des franchissements de seuils légaux à la suite de la récente consultation de Place, décision qui a été mise en œuvre dans le nouvel article 231-44 du RG AMF en vigueur depuis le 12 juillet 2012. Après discussion avec les services de l'AMF, il est paru opportun de faire figurer ce point dans la présente réponse, même s'il ne fait pas partie des questions soulevées dans le document de consultation.

La prise en compte des instruments dérivés à dénouement monétaire doit se faire selon la méthode du delta

4. Dans son document de consultation, tout en reconnaissant qu'il existe à l'heure actuelle au niveau européen des discussions relatives à la révision de la directive Transparence qui pourraient conduire à retenir un mode de calcul en delta, l'AMF a choisi - du moins à ce stade - de retenir la méthode du notionnel au motif qu'« *en l'absence de certitude sur l'issue des discussions en cours et compte tenu du délai de transposition à prévoir, il est proposé de conserver une comptabilisation de instruments dérivés sur une base nominale* ». Il est pour le moins paradoxal que l'AMF considère comme normal que la loi française anticipe sur la révision de la directive Transparence - lorsqu'il s'agit de mettre

en place l'assimilation des instruments dérivés à dénouement monétaire - mais que cette anticipation n'a plus lieu d'être lorsqu'il s'agit de déterminer le mode de prise en compte de ces instruments...

5. L'AMAFI estime pour sa part que ce choix n'est pas légitime. En effet, même s'il est acquis que le processus européen devant aboutir à la révision de la Directive Transparence ne sera pas encore terminé au moment où le Collège de l'AMF devra prendre position sur cette question à la fin de l'été, il est néanmoins très important que l'AMF prenne en compte les fortes probabilités qui se dégagent de l'état d'avancement du processus européen.

Or à ce jour, les fortes probabilités vont dans le sens de la méthode du delta. C'est donc cette méthode qui devrait être retenue d'ores et déjà dans l'ordre juridique français. Les raisons en sont double : d'une part, seul le système du delta est de nature à assurer la transparence pertinente que tous les acteurs de marché appellent de leurs vœux ; d'autre part, il serait particulièrement peu opportun d'imposer en France des règles ayant des implications juridiques et économiques non négligeables pour l'ensemble des acteurs de marché, alors que ces règles devront ensuite être modifiées radicalement à une échéance prévisible de l'ordre de 24 à 30 mois.

➤ **Le processus de révision en cours de la Directive Transparence devrait selon toute vraisemblance aboutir à imposer la méthode du delta pour la prise en compte des instruments à dénouement monétaire**

6. Rappelons, en tant que de besoin, que le 25 octobre 2011, la Commission européenne a publié une proposition de directive modifiant la directive 2004/109/CE dite Directive Transparence. Cette proposition initiale prévoit la prise en compte tant des instruments dérivés à livraison physique que ceux à dénouement monétaire selon la méthode du notionnel¹.

Toutefois, dès les premières discussions relatives à cette proposition, cette question a donné lieu à de vifs débats, débats auxquels l'AMAFI ainsi que d'autres associations de Place ont été associées pour partie, en liaison avec la DGT.

Aux termes des discussions qui ont eu lieu au niveau du Conseil européen, la Présidence danoise a publié un compromis établi entre les représentants des Etats en date du 25 mai 2012 qui prévoit la prise en compte des instruments dérivés à dénouement monétaire selon la méthode du delta.

C'est ainsi que la version finale du compromis présenté par le Conseil européen retient cette méthode par l'insertion d'un paragraphe 1a dans l'article 13 comme suit :

- 1a. *The number of voting rights shall be calculated by reference to the full notional amount of shares underlying the financial instrument except where the financial instrument provides exclusively for a cash settlement, in which case the number of voting rights shall be calculated on a 'delta-adjusted' basis, by multiplying the notional amount of underlying shares by the delta of the instrument. For this purpose, the holder shall aggregate and notify all financial instruments relating to the same underlying issuer. Only long positions shall be taken into account for the calculation of voting rights. Long positions shall not be netted with short positions relating to the same underlying issuer.*

¹ *Proposition de Directive COM(2011) 683 final, Article 13, 1bis* : « Le nombre de droits de vote est calculé par référence au nombre notionnel total d'actions sous-jacentes à l'instrument financier ».

Le choix de cette méthode est par ailleurs justifié dans un considérant (8a) rédigé comme suit :

(8a) Financial instruments with similar economic effect to holding shares and entitlements to acquire shares which provide for cash settlement shall be calculated on a 'delta-adjusted' basis, by multiplying the notional amount of underlying shares by the delta of the instrument. Delta indicates how much a financial instrument's theoretical value would move in case of the underlying instrument's price variation and provides an accurate picture of the exposure to the underlying instrument of the holder. This approach is taken to ensure that the total voting rights accessible by the investor is as accurate as possible.

L'utilisation de cette méthode n'a pas par ailleurs suscité d'opposition lors des discussions sur le projet de Directive par les Commissions ECON et JURI du Parlement européen (le vote de cette dernière Commission étant maintenant prévu pour septembre).

7. Si l'on ne peut naturellement garantir que le Parlement européen, lors du vote en séance plénière prévu à ce stade pour le 23 octobre 2012, confirmera la même orientation, néanmoins, il existe de très fortes probabilités qu'il en soit ainsi, et ce, pour deux raisons. D'abord, comme on le verra (*v. infra* § 12), parce que cette méthode est la seule qui donne une vision exacte de la potentialité directe et indirecte d'accès de l'investisseur à des droits de vote, cet objectif étant au cœur de la directive Transparence.

Ensuite, d'après ce qui a été rapporté à l'AMAFI, le choix de cette méthode du delta (d'ailleurs déjà retenu dès la version du 2 mai de compromis et confirmé dans la version finale du 25 mai) est, de façon très pragmatique, le résultat d'un véritable compromis politique entre les tenants de la méthode du notionnel et ceux (tel le Royaume Uni) qui souhaitaient retenir cette méthode non seulement pour les instruments à dénouement monétaire mais également pour ceux à dénouement physique. Face à cette divergence de points de vue, la position que l'AMAFI a eu l'occasion de défendre avec force depuis l'automne 2011 en réponse à la proposition de la Commission européenne² est apparue comme une solution de compromis acceptable par tous. De ce simple fait, eu égard notamment au poids des différentes parties prenantes les plus impliquées, il paraît difficilement envisageable que la méthode du notionnel soit finalement retenue.

8. L'AMAFI souhaite donc vivement que l'AMF anticipe les évolutions à venir en retenant la méthode qui sera celle qui devra être prochainement adoptée au niveau français conformément aux choix européens en cours de définition. A cet égard, dès lors que la probabilité est très forte de l'adoption de la méthode du delta au niveau européen, l'argument tenant au délai de transposition méconnaît les enjeux d'un changement de réglementation.

➤ **L'adoption de la méthode du notionnel, dans l'attente de la transposition de la Directive Transparence, méconnaît les enjeux d'un nouveau changement de la réglementation pour les acteurs de marché**

9. La proposition de Directive Transparence devrait être adoptée à l'automne 2012 et, avec un délai de transposition prévu de deux ans, la période « intérimaire » à laquelle se réfère l'AMF pour justifier son choix devrait donc être d'à peine plus de deux ans. Est-il dans ce cas légitime de contraindre l'ensemble des acteurs concernés à modifier leurs systèmes, leur organisation, à former leur personnel à deux méthodes différentes dans un laps de temps quand même très court, et surtout alors que ce changement est d'ores et déjà prévisible et pourrait être facilement évité ?

² AMAFI/ 12-05 "EC proposal for a directive amending the transparency directive 2004/109/EC".

10. Dans un contexte particulièrement difficile, l'AMAFI estime que l'AMF doit particulièrement veiller à cet aspect des choses, et de ce fait à ne pas imposer aux acteurs de marché une charge supplémentaire qui dans les circonstances actuelles peut parfaitement être évitée... sachant que si elle craint, malgré tout, un changement de dernière minute au niveau européen, il lui sera toujours possible, dans le délai de transposition, de modifier de façon inverse la réglementation française... Mieux vaut tout de même tabler sur ce qui est hautement probable (avec la possibilité d'un retour en arrière en cas de changement) que l'inverse...

11. Cela est d'autant plus important que seule la méthode du delta est à même de fournir au marché le degré de transparence pertinente qui est attendu de tous. Il est d'ailleurs étonnant que le document de consultation n'aborde en aucune façon la question de fond, à savoir celle des avantages comparés des deux méthodes afin de pouvoir déterminer celle qui répond le mieux aux attentes en la matière. Or cette réflexion de fond conduit à privilégier la méthode du delta pour les instruments à dénouement monétaire.

- **Le choix de la méthode du delta pour les instruments à dénouement monétaire doit s'imposer parce qu'elle seule est de nature à fournir au marché la transparence pertinente que tous les acteurs de marché appellent de leurs vœux**

12. Est-il besoin de rappeler que l'objectif de l'ensemble du corpus législatif et réglementaire relatif à la transparence est de fournir à l'ensemble des acteurs de marché, mais en premier lieu aux émetteurs et aux investisseurs, une vision aussi exacte que possible de la détention de leur capital et des droits de vote qui y sont attachés et par extension de la détention des instruments qui peuvent directement ou indirectement donner accès à de tels droits de vote.

Est-il aussi besoin de rappeler que les instruments dérivés à dénouement monétaire, par nature et dans la très grande majorité des cas, ne donnent pas accès à des droits de vote. Si le législateur a néanmoins décidé d'assimiler ces instruments pour le calcul des seuils dont le franchissement donne lieu à déclaration - à la suite de quelques cas, très peu nombreux mais fortement médiatisés, de montée au capital dissimulée par le biais de ce type d'instrument - il n'en reste pas moins que l'objectif de cette assimilation s'inscrit bien dans le cadre de l'objectif général de transparence qui vise à informer le marché sur la potentialité directe et indirecte d'accès à des droits de vote.

Dès lors, la méthode de prise en compte de ces instruments doit permettre de refléter toute cette potentialité d'accès à des droits de vote... mais seulement cette potentialité. Comme l'AMF le sait bien, l'accès à des droits de vote pour ce type d'instruments n'est possible que par le biais des actions détenues en couverture par l'entité qui a émis l'instrument³. C'est précisément ce que reflète la méthode du delta – méthode que l'AMF indique, à juste titre, n'être pertinente « *que pour les options, car les swaps et les CFD ont par construction un delta égal à 1* ».

Toutefois, si la phrase qui précède est tout à fait exacte, la conséquence que l'AMF semble vouloir en tirer ne l'est pas. Il est particulièrement important que l'enjeu de ce choix⁴ ne soit pas minimisé alors que pour la France, contrairement à la situation du Royaume Uni, le marché des instruments à dénouement

³ AMF, Commission Consultative « Emetteurs » - Séance du 22 juin 2012 : « ...elle accède à la possession des actions sous-jacentes, que ce soit par l'exercice d'un droit d'attribution d'actions (cas des dérivés à dénouement physique) ou par acquisition auprès de la contrepartie des actions détenues par celle-ci en guise de couverture (cas des dérivés à dénouement numéraire). »

⁴ Document de consultation – note de bas de page n° 4 : « le choix d'un reporting en nominal ou en delta n'affecte donc que le mode de reporting des options à dénouement physique ou en espèces ».

monétaire est constitué à 80% environ d'options. Or pour ces instruments, qui ne sont donc pas des instruments dits « delta one », la couverture est fonction de l'évolution du cours du sous-jacent et de la maturité de l'option et n'est donc pas systématiquement égale à 100% du sous-jacent. La potentialité maximum d'accès aux droits de vote varie alors entre 0 et 100% selon que l'option est hors la monnaie ou dans la monnaie. Le delta reflète cette évolution et donc à tout moment le niveau de cette potentialité d'accès à des droits de vote.

Dès lors, déclarer de tels instruments en utilisant la méthode du notionnel non seulement ne correspond pas à l'objectif recherché mais de plus, ignore les conséquences très négatives qu'aurait une telle méthode. Dans sa note précitée⁵, l'AMAFI a fait état d'une simulation qui avait été faite à un instant T par un des grands établissements de la Place concernant les instruments dérivés à dénouement monétaire détenus dans son portefeuille de négociation, simulation dont il est résulté que sur la base de la méthode du notionnel, la détention de ces instruments aurait généré ce jour là 53 déclarations supplémentaires de participations supérieures à 5%..., ce qui n'aurait certainement pas servi la bonne information du marché.

Ainsi l'utilisation de la méthode du notionnel générerait un afflux de déclarations non pertinentes – car ne reflétant en aucune façon la potentialité réelle d'accès directe ou indirecte à des droits de vote – et pire encore, source de confusion pour l'ensemble des acteurs concernés qui ne pourront pas distinguer dans ces très nombreuses déclarations ce qui reflète réellement une potentialité même très indirecte de montée au capital, de ce qui ne l'est pas⁶ (étant précisé de surcroît que dès lors qu'un seuil est franchi, avec les instruments à dénouement monétaire pris en compte selon la méthode du delta, les informations à fournir dans la déclaration incluent le montant en notionnel des actions sous-jacentes).

➤ **Des réponses peuvent être apportées aux inquiétudes exprimées quant à l'utilisation de la méthode du delta**

13. Si la pertinence de la méthode du delta paraît ainsi assez évidente, il est apparu en revanche qu'elle générerait certaines inquiétudes, dues essentiellement à une méconnaissance des mécanismes qu'elle implique. Consciente de ces inquiétudes, l'AMAFI s'est engagée, avec l'aide de quelques opérationnels spécialistes de ces questions, dans un processus explicatif (notamment lors d'une réunion à la DGT le 16 février dernier en présence de toutes les organisations de Place et de plusieurs représentants de l'AMF) visant à répondre de façon aussi précise que possible à ces inquiétudes.

Il est apparu que celles-ci portaient principalement sur deux points : la méthode de détermination de la valorisation du sous-jacent d'une part, et l'accès par le détenteur de l'instrument à l'information concernant cette valorisation dont il a besoin pour effectuer le cas échéant, les déclarations de franchissement de seuils, d'autre part.

14. C'est ainsi que sur le premier point, l'AMAFI a rappelé que le delta est une donnée objective qui résulte de modèles de calcul utilisés par l'ensemble des professionnels. Ces modèles (que ce soit le modèle Black and Sholes ou Cox Ross) font l'objet d'un consensus général, y compris auprès des régulateurs/superviseurs, qui est conforté par le système Totem de Markit (<http://www.markit.com/en/products/valuations/markit-totem/totem.page>). Cet organisme tiers indépendant se charge en effet de la collecte des paramètres utilisés par les établissements afin de

⁵ V. *supra* note de bas de page n° 2.

⁶ Sur cet aspect, il est aussi renvoyé aux propos très éclairants de la FSA qui dans son Policy Statement n°09/03, s'agissant de la prise en compte des instruments à dénouement monétaire, conclut, après une large consultation de place comme suit : “*requiring disclosure on a nominal basis would lead to disclosures of high nominal amounts which might mislead the market*” whereas the alternative approach (to require disclosure on a delta-adjusted basis) “*would more accurately reflect the actual extend of economic interest held at any one time*”.

déterminer un consensus (une moyenne) sur lequel chacun des établissements s'aligne ensuite. Loin d'être le résultat d'une appréciation subjective, la détermination du delta résulte donc au contraire de modèles connus, communément utilisés et validés par les régulateurs.

Sur le second point, l'AMAFI a indiqué que le delta des positions dérivés vendus par les établissements bancaires sont communiqués aux clients qui en font la demande et selon la périodicité qu'ils souhaitent. L'accès à l'information, à tout moment, par le titulaire de l'instrument financier ne pose aucun problème. En outre, les modèles de *pricing* d'options permettant de connaître le delta d'une position options sont aussi disponibles sur internet - il suffit de renseigner les différents paramètres (maturité, volatilité, prix d'exercice, taux d'intérêt, dividende) - et totalement accessibles et compréhensibles par les responsables financiers des investisseurs qui détiennent ce type de produits.

15. Pour l'ensemble des raisons évoquées ci-dessus, l'AMAFI estime donc que c'est la méthode du delta qui doit être retenue pour les instruments à dénouement monétaire et propose la modification de texte qui suit.

- **PROPOSITION DE TEXTE reflétant l'adoption de la méthode du delta pour les instruments dérivés à dénouement monétaire**

16. **Article 223-11-1, III – Proposition de l'AMAFI (modifiant la proposition de l'AMF qui apparaît à la p. 38 du document de consultation)**

*III. - Pour l'application du 4° bis du I de l'article L. 233-9 du code de commerce, la personne tenue à l'information mentionnée au I prend en compte le nombre ~~maximal~~ d'actions déjà émises sur lesquelles porte tout accord ou instrument financier réglé en espèces et ayant pour elle un effet économique similaire à la possession desdites actions **selon la méthode du delta en multipliant le nombre maximal de ces actions par le delta de l'instrument.***

Autre point que l'AMAFI souhaite porter à l'attention de l'AMF

- **Restrictions d'intervention en période d'offre – Clarification concernant les cas de non assimilation**

17. Dans la synthèse des réponses à la consultation publique du 9 décembre 2011 portant sur des propositions de modification de certaines dispositions relatives aux offres publiques d'acquisition, publiée le 24 avril dernier, il est indiqué (point V.2. de la synthèse) que le Collège de l'AMF a jugé souhaitable d'aligner le régime de transparence en période d'offre publique (art. 231-44 à 231-51) sur le régime des franchises de seuils légaux. C'est ainsi qu'un 3^{ème} alinéa, rappelé ci-après, est venu compléter l'article 231-44 du RG AMF, dans sa version en vigueur depuis le 12 juillet 2012 :

« Les fractions de 1%, 2% et 5% visées dans la présente section sont déterminées conformément aux modalités d'assimilation prévues à l'article L. 233-9 du code de commerce ».

18. L'AMAFI estime toutefois que cette rédaction n'est pas satisfaisante, d'abord, parce qu'elle laisse planer une ambiguïté non souhaitable sur la question de savoir si la référence à l'article L. 233-9 doit inclure ou non les dispositions du II. de cet article qui prévoit les cas de non-assimilation. Ce point doit donc être clarifié.

19. L'alignement du régime des déclarations en période d'offre sur celui des franchissements de seuils légaux devrait par ailleurs conduire à prendre en compte à la fois les cas d'assimilation prévus au I. et les cas de non assimilation prévus au II. de l'article L. 233-9 du code de commerce. L'AMAFI comprend néanmoins que l'AMF considère comme inenvisageable de ne pas assimiler les actions détenues dans le portefeuille de négociation pour les besoins des déclarations en période d'offre. En revanche, elle n'aurait pas d'objection à appliquer à ces déclarations en période d'offre les cas de non assimilation prévus aux 1° et 2° du II. de l'article L. 233-9.

Dès lors, et par souci de clarté, l'AMAFI propose de modifier comme suit la rédaction du 3^{ème} alinéa de l'article 231-44 :

« Les fractions de 1%, 2% et 5% visées dans la présente section sont déterminées conformément aux modalités prévues à l'article L. 233-9 du code de commerce, **à l'exception de celles prévues au II. 3° de cet article** ».

