

## DISPOSITIF MAR

### QUESTIONS-REPONSES CONCERNANT SA MISE EN ŒUVRE ET SON INTERPRETATION

*Synthèse des questions examinées par l'AMAFI*

Le dispositif MAR, composé du Règlement Abus de marché (ci-après « MAR ») et de ses textes d'application, est entré en vigueur le 3 juillet 2016.

Les adhérents de l'AMAFI ayant identifié des points concernant certaines dispositions de MAR nécessitant une attention particulière pour leurs mises en œuvre ou posant des difficultés d'interprétation, des rencontres ont eu lieu avec les services de l'AMF pour échanger sur les problématiques en cause.

S'appuyant sur les textes existants et sur ces échanges, l'objectif du présent document est d'éclairer les adhérents de l'Association en leur fournissant des éléments d'appréciation pouvant les guider dans la réponse à apporter à certaines questions résultant du dispositif MAR. Par nature, ce document est évolutif. Les éléments de réponse qu'il comporte sont donc toujours susceptibles d'être approfondis, voire modifiés en fonction de l'évolution de la réflexion, mais aussi de nouveaux éléments d'appréciation qui viendraient à être disponibles, particulièrement au regard de ceux que pourraient fournir la Commission européenne, l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (ESMA) ou l'AMF. Il a par ailleurs vocation à incorporer progressivement les nouvelles questions qui pourraient être portées à l'attention de l'Association.

Une première version du document a été publiée le 15 juin 2016 (*AMAFI / 16-29*). La présente version constitue une mise à jour du document initial et incorpore des nouvelles questions portant sur les recommandations d'investissement (*V. III*).

#### MISE EN GARDE

**L'attention des utilisateurs du présent document est attirée sur le fait qu'il a pour seul objectif de partager avec les adhérents de l'AMAFI les réflexions menées au sein de ses Comités sur certaines questions de mise en œuvre de MAR.**

**S'il s'appuie également sur des échanges avec les services de l'AMF, le présent document n'a pas été soumis à leur validation et ne saurait en tout état de cause les engager.**

**Les éléments contenus dans la présente note doivent donc en toutes circonstances être traités avec prudence et ne sauraient en aucun cas engager la responsabilité de l'AMAFI.**

Dans la suite de ce document, les abréviations suivantes sont utilisées :

- **MAD 1** : Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les abus de marché et ses textes d'application ;
- **MAR** : Règlement (UE) 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché ;
- **MiFIR** : Règlement (UE) 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) 648/2012 ;
- **MIFID 2** : Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers ;

- **Sondages de marché** : Sondages de marché tel que défini par l'article 11 de MAR ;
- **RE 2016/347** : Règlement d'exécution (UE) 2016/347 de la Commission du 10 mars 2016 définissant des normes techniques d'exécution précisant le format des **listes d'initiés** et les modalités de la mise à jour de ces listes conformément au règlement (UE) no 596/2014 du Parlement européen et du Conseil ;
- **RD 2016/958** : Règlement délégué (UE) 2016/958 de la Commission du 9 mars 2016 complétant le règlement (UE) no 596/2014 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation définissant les modalités techniques de présentation objective de **recommandations d'investissement** ou d'autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement et la communication d'intérêts particuliers ou de l'existence de conflits d'intérêts ;
- **RD 2016/957** : Règlement délégué (UE) 2016/957 de la Commission du 9 mars 2016 complétant le règlement (UE) no 596/2014 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant les mesures, systèmes et procédures adéquats et les modèles de notification à utiliser pour **prévenir, détecter et déclarer** les pratiques abusives ou les **ordres ou transactions suspects** ;
- **RD 2016/960** : Règlement délégué (UE) 2016/960 de la Commission du 17 mai 2016 complétant le règlement (UE) no 596/2014 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation en ce qui concerne les mesures, systèmes et procédures adéquats applicables aux participants au marché communicants réalisant des **sondages de marché**.



## Sommaire

<b>I.</b>	<b>Listes d'initiés .....</b>	<b>5</b>
1.1.	Comment le PSI doit-il gérer les initiés d'entités tierces compte tenu notamment de la problématique des données personnelles ?.....	5
1.2.	Comment articuler la section des « initiés permanents » avec celle relative à la transaction ou l'événement constitutif de l'information privilégiée ? .....	5
1.3.	Concernant le numéro d'identification national, comment les établissements peuvent développer leurs systèmes informatiques en l'absence d'harmonisation des numéros d'identification national au niveau européen ? .....	6
1.4.	Comment gérer la difficulté voire l'impossibilité à récupérer des données personnelles des personnes situées hors de l'UE ? .....	6
1.5.	Les données personnelles des initiés doivent-elle être conservées dans des outils informatiques dédiés aux listes d'initiés ? .....	6
<b>II.</b>	<b>Sondages de marché .....</b>	<b>7</b>
2.1.	Comment informer les sondés et obtenir leur consentement quant à l'enregistrement et la conservation des communications ? .....	7
2.2.	Que recouvre la notion de « facteurs » qui peuvent impacter l'estimation de la date à laquelle l'information cessera d'être privilégiée ? .....	7
2.3.	Un sondage de marché implique-t-il nécessairement la transmission d'une information privilégiée ? .....	8
2.4.	Est-il possible d'agir « au nom et pour le compte » d'un émetteur en dehors d'un mandat écrit ?.....	8
2.4.bis	Un PSI qui participe à un appel d'offres lancé par un émetteur peut-il être réputé agir « au nom et pour le compte » de celui-ci ? .....	8
2.5.	La communication d'information aux fins de la négociation d'une opération d'Euro PP est-elle exclue de la définition du Sondage de marché ?.....	9
2.6.	Les dispositions de MAR relatives aux sondages de marché s'appliquent-elles aux recherches d'intérêts et aux <i>pilot fishing</i> ? .....	10
2.7.	Selon quels critères les offres publiques d'achat et les fusions peuvent-elles être visées par les dispositions relatives aux Sondages de marché ?.....	11
2.8.	Les dispositions relatives aux Sondages de marché s'appliquent-elles aux « Credit Updates » ? .....	11
2.9.	Les dispositions relatives aux Sondages de marché s'appliquent-elles aux « Deal road show » ? .....	12
2.10.	Une demande inversée ( <i>reverse enquiry</i> ) d'un investisseur potentiel auprès du PSI concernant un titre d'un émetteur peut elle déclencher l'application des dispositions relatives aux Sondages de marché ? .....	12
2.11.	Le PSI est-il soumis aux dispositions relatives aux Sondages de marché s'il interroge des investisseurs afin de préciser les conditions d'EMTN structurés qu'il peut émettre ou faire émettre par un tiers ?.....	13
2.12.	Les interrogations d'investisseurs menées préalablement à une cession de bloc ou de participation sur le marché secondaire sont-elles soumises à la réglementation relative aux Sondages de marché ?.....	14
2.13.	Les interrogations d'investisseurs effectuées dans la cadre d'opérations de titrisation sont elles soumises aux dispositions de MAR relatives aux Sondages de marché ?.....	15

<b>III. Recommandation d'investissement.....</b>	<b>16</b>
3.1. Faut-il lister les recommandations précédemment émises même si la valeur n'a pas fait l'objet d'un changement de sens dans la recommandation ? .....	16
3.2. Comment doivent être calculées les positions nettes longues ou courtes qui doivent être mentionnées dans les recommandations d'investissement ? .....	16
3.3. Qui sont les personnes dont l'identité doit apparaître dans la recommandation ? .....	17
3.4. Comment établir la liste des recommandations qui ont été diffusées au cours des 12 derniers mois ? .....	17
3.5. Comment déterminer si une recommandation d'investissement a pour objet un même instrument financier dérivé qu'une recommandation précédemment émise ? .....	18
3.6. Comment analyser une recommandation portant sur une stratégie optionnelle ? .....	19
3.7. Quelles sont les personnes dont les conflits d'intérêts doivent être mentionnés ?.....	19
3.8. Comment appliquer l'obligation de faire figurer les informations relatives au prix et à la date d'acquisition d'actions acquises avant une « offre publique » ? .....	20
3.9. Une communication portant sur des éléments factuels, reprenant par exemple une information imposée par la réglementation, peut- elle être considérée comme une recommandation d'investissement ? .....	20
<b>IV. Prévention et détection des abus de marché.....</b>	<b>21</b>
4.1. Quelles sont les informations à conserver s'agissant des ordres ou transactions identifiés comme suspects mais n'ayant pas fait l'objet d'une déclaration à l'AMF ? .....	21



## I. LISTES D'INITIÉS

### 1.1. Comment le PSI doit-il gérer les initiés d'entités tierces compte tenu notamment de la problématique des données personnelles ?

**Réponse du 15 juin 2016** : Les entités tierces visées ici sont des personnes morales externes par rapport au PSI, comme par exemple, le cabinet d'avocat auquel fait appel le PSI sur une opération particulière. MAR encadre le format et le contenu des listes d'initiés en exigeant un certain nombre de données personnelles concernant les personnes physiques initiées. Sur une opération particulière, quand des personnes physiques, collaborateurs ou salariés de ces entités tierces sont initiés, il s'agit donc de déterminer si le PSI doit les inscrire sur sa propre liste d'initié et dans l'affirmative, comment il doit récupérer et conserver les données personnelles de ces personnes, compte tenu notamment des contraintes juridiques relatives à la protection des données personnelles.

Jusqu'alors dans le dispositif actuel, une position de l'AMF permettait de considérer que seule l'entité tierce personne morale devait être inscrite sur la liste d'initiés du PSI. A charge ensuite pour cette personne morale de tenir, à son tour, à jour sa propre liste d'initiés en y inscrivant ses collaborateurs ou salariés, personnes physiques, qui sont initiés.

L'AMAFI estime qu'en l'absence d'indications contraires données par les textes applicables, les modifications induites par MAR sur le dispositif des listes d'initié ne sont pas *a priori* de nature à remettre en cause ce fonctionnement dit « en cascade » de la tenue des listes d'initiés. Cette interprétation devrait d'ailleurs être confirmée par l'AMF au travers de la modification en cours de sa doctrine émetteur sur l'information permanente et l'information privilégiée, compte tenu des indications contenues dans la consultation qu'elle a publiée le 20 avril et soumise à consultation publique jusqu'au 30 mai.

Toute autre solution confronterait le PSI à la problématique de la gestion des données personnelles de collaborateurs sur lesquels il n'a aucun pouvoir hiérarchique, en l'absence de lien de subordination direct.

### 1.2. Comment articuler la section des « initiés permanents » avec celle relative à la transaction ou l'événement constitutif de l'information privilégiée ?

**Réponse du 15 juin 2016** : MAR prévoit que les personnes devant établir et mettre à jour une liste d'initiés « peuvent insérer » une section supplémentaire dans celle-ci contenant les personnes ayant accès en permanence à l'ensemble des informations privilégiées (*RE 2016/347, art. 2.2*). Il est précisé que « les coordonnées des initiés permanents figurant dans [cette section] ne sont pas incluses dans les autres sections de la liste d'initié ».

L'AMAFI estime que cette disposition ne saurait être interprétée comme empêchant le PSI d'inscrire un initié, à la fois dans la section des initiés permanents (*RE 2016/347 Annexe 1, Modèle 2*) et dans la section de la liste propre à la transaction considérée (*RE 2016/347 Annexe 1, Modèle 1*), si, compte tenu de ses activités ou de son organisation, il le considère utile.

L'AMAFI rappelle que la notion d'« initié permanent » se distingue de celle d'« initié occasionnel » ou « transactionnel » pour désigner une personne initiée sur une opération donnée ou un événement particulier concernant un émetteur. Il est alors du choix de chaque PSI, en fonction de son organisation et de ses procédures, de le rattacher ou non à l'une ou l'autre catégorie d'une part, aux deux simultanément d'autre part.

- Il peut ainsi considérer que si l'initié permanent a un accès régulier à des informations privilégiées concernant un émetteur – car entretenant des relations régulières avec lui dans le cadre de ses fonctions (et ainsi être inscrit dans la section des « initiés permanents ») –, il n'est pas pour autant nécessairement initié sur toutes les opérations portant sur cet émetteur.

- Il peut aussi considérer à l'inverse, que l'initié permanent qui participe activement à une transaction donnée doit également être inscrit sur la section dédiée à la transaction en question.

### **1.3. Concernant le numéro d'identification national, comment les établissements peuvent développer leurs systèmes informatiques en l'absence d'harmonisation des numéros d'identification national au niveau européen ?**

**Réponse du 15 juin 2016** : MAR ne rend pas obligatoire le champ « numéro d'identification national » dans le format des listes d'initiés. Le texte précise bien que cette mention ne doit être incluse que « *le cas échéant* » (RE 2016/347, cons. 5 et Annexe 1).

Le caractère non obligatoire de ce champ a d'ailleurs été confirmé par l'AMF<sup>1</sup>, cette position s'imposant d'autant plus en l'absence de référentiel stable harmonisé au niveau européen. L'AMAFI relève néanmoins que la liste des numéros d'identification adoptés par les États membres figure dans les projets de RTS de MiFIR relatif au *reporting* des transactions. Ainsi, il est envisageable qu'à terme, le Règlement d'exécution soit modifié pour rendre ce champ obligatoire. Il devrait s'appliquer suivant les mêmes règles de mise en œuvre définies pour MIFIR.

### **1.4. Comment gérer la difficulté voire l'impossibilité à récupérer des données personnelles des personnes situées hors de l'UE ?**

**Réponse du 15 juin 2016** : L'AMAFI observe que cette question soulève en fait celle d'un potentiel conflit de loi entre les exigences de MAR et celles relatives à la Protection des données personnelles.

Si cette question ne peut être tranchée que sous le contrôle du juge, l'AMAFI souligne néanmoins qu'à l'impossible nul n'est tenu. Aussi, lorsqu'il n'est pas en mesure de transmettre au régulateur une version de la liste comportant, pour des initiés hors UE, l'ensemble des données personnelles requises, le PSI doit néanmoins pouvoir justifier de ses efforts pour les récupérer ou de l'impossibilité devant laquelle le place le droit localement applicable.

Par analogie et dans les mêmes conditions, l'AMAFI estime que la même réponse pourrait valoir en cas d'un refus potentiel d'un salarié du PSI de lui communiquer ses données personnelles (telles que son numéro de téléphone personnel).

### **1.5. Les données personnelles des initiés doivent-elle être conservées dans des outils informatiques dédiés aux listes d'initiés ?**

**Réponse du 15 juin 2016** : Non. Les textes ne posent aucune interdiction quant à la possibilité de conserver les données personnelles dans deux emplacements ou systèmes d'information différents. L'AMAFI considère donc que le PSI est libre de conserver ces données dans un système informatique dédié aux listes d'initiés ou dans un système RH par exemple. La seule limite est que l'utilisation de cette possibilité n'empêche pas que l'ensemble des informations requises en application de MAR puisse être rapidement fourni au régulateur.

---

<sup>1</sup> V. Position-recommandation AMF DOC-2016-08 « *Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée* », p.44, ndp n°59.

## II. SONDAGES DE MARCHÉ

### 2.1. Comment informer les sondés et obtenir leur consentement quant à l'enregistrement et la conservation des communications ?

**Réponse du 15 juin 2016** : Lorsque le sondage est réalisé via des lignes téléphoniques enregistrées ou qu'un système audio ou vidéo est utilisé, les informations standards obligatoires à notifier aux sondés devraient, aux termes des propositions formulées par l'ESMA, inclure notamment une « *déclaration* » indiquant que la conversation est enregistrée et que le sondé donne son consentement à cet enregistrement (RD 2016/960, art. 3.3 b).

Cette « déclaration » doit-elle alors nécessairement être prévue dans chaque script de chacun des sondages réalisés ou est-il envisageable d'informer les clients une fois pour toutes en amont ? Par exemple, via la documentation contractuelle ?

L'Association souligne que cette obligation semble équivalente à celle prévue dans les règles organisationnelles de MiFID 2 et en particulier à l'article 16.7 relatif à l'enregistrement et la conservation des communications téléphoniques et électroniques<sup>2</sup>, qui laisse la possibilité de faire une « *notification* » une fois pour toutes à l'entrée en relation avec les clients. Bien qu'une telle solution n'ait pas été prévue par l'ESMA dans le cas présent, il n'est pas non plus proposé de l'interdire. L'AMAFI considère donc que la possibilité de procéder par une déclaration générale est d'autant plus utilisable que la « *notification* » des clients prévue par MiFID 2 est, du fait même des termes utilisés, nécessairement plus formelle que la « *déclaration* » spécifique à l'attention des sondés prévue ici par MAR. Le PSI doit ainsi pouvoir informer les sondés de manière générale, sans avoir à réitérer cette information lors de chaque nouveau sondage.

### 2.2. Que recouvre la notion de « facteurs » qui peuvent impacter l'estimation de la date à laquelle l'information cessera d'être privilégiée ?

**Réponse du 15 juin 2016** : MAR prévoit : « *Lorsque des informations ont été divulguées dans le cadre d'un sondage de marché et que ces informations cessent d'être des informations privilégiées selon l'évaluation du participant au marché communicant, le participant au marché communicant en informe dès que possible la personne qui a reçu ces informations* » (MAR, art. 11.6). Pour la mise en œuvre de cette disposition, il faut informer les personnes sondées « *lorsque cela est possible* », sur les « *facteurs susceptibles de modifier cette estimation* » (RD 2016/960, art. 3.3e).

L'AMAFI estime qu'il s'agit là simplement d'une possibilité et non d'une obligation qui s'appliquerait à tous les sondages. L'objectif est de permettre aux sondeurs d'indiquer aux sondés, par exemple, un calendrier indicatif de l'opération en précisant qu'il est susceptible d'évoluer en fonction des conditions de marché : celles-ci constituent un « *facteur* » susceptible d'impacter l'estimation de la date à laquelle l'information cessera d'être privilégiée.

---

<sup>2</sup> « Une entreprise d'investissement notifie aux nouveaux clients et aux clients existants que les communications ou conversations téléphoniques entre l'entreprise d'investissement et ses clients qui donnent lieu ou sont susceptibles de donner lieu à des transactions seront enregistrées ». « Cette notification peut être faite une seule fois, avant la fourniture de services d'investissement à de nouveaux clients ou à des clients existants ».



### 2.3. Un sondage de marché implique-t-il nécessairement la transmission d'une information privilégiée ?

**Réponse du 15 juin 2016, modifiée le 9 février 2017** : Non. Aucune disposition de MAR à l'exception du cas spécifique traité par l'article 11.2 ne pose la communication d'une information privilégiée comme une condition nécessaire pour entraîner l'application des règles propres aux sondages de marché étant rappelé, qu'en tout état de cause, et pour que soit reconnu un sondage de marché, il est nécessaire que les conditions de l'article 11.1 soient satisfaites.

### 2.4. Est-il possible d'agir « au nom et pour le compte » d'un émetteur en dehors d'un mandat écrit ?

**Réponse du 15 juin 2016** : Oui. L'article 11.1d de MAR établit que l'une des conditions permettant de définir un Sondage de marché est que la communication d'informations soit effectuée « *par un tiers agissant au nom et pour le compte* » de diverses personnes, dont l'émetteur.

Or, le mandat, au terme duquel une personne agit au nom et pour le compte d'une autre, n'a pas besoin d'être écrit pour être caractérisé<sup>3</sup>. Sa qualification peut se déduire des circonstances de l'espèce. Peu importe alors que cette intervention soit formalisée par écrit ou non et peu importe qu'elle soit réalisée dans le cadre, soit d'une discussion que le PSI a lui-même initiée avec l'émetteur, soit à l'issue d'un appel d'offres lancé par ce dernier.

### 2.4.bis Un PSI qui participe à un appel d'offres lancé par un émetteur peut-il être réputé agir « au nom et pour le compte » de celui-ci ?

**Réponse du 9 février 2017** : Non. Si le mandat peut être tacite (*v. supra Question 2.4*), il ne peut en revanche être seulement potentiel. L'objet d'un appel d'offres est de déterminer parmi les répondants, celui que l'émetteur retiendra, et qui, dans ce cadre, pourra à compter de ce moment, être considéré comme agissant en son nom et pour son compte. Au moment où l'appel d'offres est lancé, et sauf à ce qu'il puisse être considéré comme fictif parce que, d'une part, le choix de l'émetteur serait en réalité déjà opéré et, d'autre part, le PSI qui sera retenu aurait connaissance de ce choix, la seule éventualité d'être ultérieurement mandaté ne peut caractériser l'existence d'un mandat. Cela ne peut être le cas qu'à l'issue de l'appel d'offres.

Néanmoins, le fait que ces situations n'entrent pas dans le champ des sondages de marché ne doit pas empêcher le PSI, même en l'absence d'un mandat confié par l'émetteur d'encadrer, le cas échéant, la transmission éventuelle d'informations confidentielles voire privilégiées à des investisseurs contactés dans le cadre de ces appels d'offres.

Enfin, et dès que le PSI a connaissance du fait d'avoir remporté l'appel d'offres, il doit être considéré comme agissant au nom et pour le compte de l'émetteur, quand bien même aucun mandat n'a encore été formalisé.

---

<sup>3</sup> ESMA/2015-1455 Final Report – Draft technical standards on the Market Abuse Regulation (28 September 2015), § 66.



## 2.5. La communication d'information aux fins de la négociation d'une opération d'Euro PP est-elle exclue de la définition du Sondage de marché ?

**Réponse du 9 février 2017, modifiée le 22 juillet 2021** : Oui. Le [Règlement \(UE\) 2019/2115 du Parlement Européen et du Conseil du 27 novembre 2019](#) modifiant la directive 2014/65/UE et les règlements (UE) n° 596/2014 et (UE) 2017/1129 en ce qui concerne la promotion du recours aux marchés de croissance des PME ( « Règlement SME ») prévoit en son article 1<sup>er</sup> une modification de l'article 11 du [Règlement \(UE\) 596/2014 du 16 avril 2014](#) sur les abus de marché (dit « MAR ») en consacrant l'exclusion de la phase préalable de négociation d'une opération d'Euro PP du régime des sondages de marché<sup>4 5</sup>. Ainsi l'entrée en vigueur de ce Règlement vient entériner la position prise par l'AMAFI avant l'entrée en vigueur de MAR et réaffirmée en 2017 au sein de cette note de questions-réponses.

L'article 1<sup>er</sup> du Règlement SME prévoit en effet que « *Lorsqu'une offre de titres s'adresse uniquement à des investisseurs qualifiés au sens de l'article 2, point e), du règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil* <sup>(<sup>1</sup>)</sup>, **la communication d'informations à ces investisseurs qualifiés aux fins de la négociation des conditions contractuelles de leur participation à une émission d'obligations par un émetteur dont des instruments financiers sont admis à la négociation sur une plate-forme de négociation ou par toute personne agissant au nom ou pour le compte de celui-ci ne constitue pas un sondage de marché. Une telle communication est réputée avoir été faite dans le cadre normal de l'exercice du travail, de la profession ou des fonctions d'une personne, tel qu'il est prévu à l'article 10, paragraphe 1, du présent règlement et ne constitue donc pas une divulgation illicite d'informations privilégiées. Cet émetteur ou toute personne agissant en son nom ou pour son compte s'assure que les investisseurs qualifiés qui reçoivent les informations connaissent, et reconnaissent par écrit, les obligations légales et réglementaires correspondantes et ont connaissance des sanctions applicables aux opérations d'initiés et à la divulgation illicite d'informations privilégiées.** »

Précisément, lors de la phase de négociation d'une opération d'Euro PP, l'émetteur engage des discussions avec certains investisseurs qualifiés pour négocier avec eux les conditions contractuelles de la transaction. Ces discussions répondent aux conditions posées par l'article 11.1bis de MAR, tel que modifié par l'article 1<sup>er</sup> du Règlement SME. Le Règlement SME précise notamment que « **L'objectif de la communication d'informations durant cette phase de négociation est de structurer et de parachever la transaction dans son ensemble, et non d'évaluer l'intérêt d'investisseurs potentiels à l'égard d'une transaction prédéfinie** » (*Règlement SME, cons. 6*). Ainsi, la communication d'informations aux investisseurs qualifiés dans le cadre de la phase de négociation d'une opération d'Euro PP et pour autant qu'elle réponde aux conditions posées par l'article 11.1bis ne constitue pas un sondage de marché<sup>6</sup>.

Conformément à l'article 4 du Règlement SME, la disposition relative à l'exclusion de la phase préalable de négociation d'une opération d'Euro PP du dispositif des sondages de marché (*Règlement SME, art. 1*), est entrée en vigueur au **1<sup>er</sup> janvier 2021**.

---

<sup>4</sup> Conformément à ce nouvel article 11.1bis de MAR l'« *émetteur ou toute personne agissant en son nom ou pour son compte s'assure que les investisseurs qualifiés qui reçoivent les informations connaissent, et reconnaissent par écrit, les obligations légales et réglementaires correspondantes et ont connaissance des sanctions applicables aux opérations d'initiés et à la divulgation illicite d'informations privilégiées* ».

<sup>5</sup> Si la présente note traite exclusivement de l'exclusion de la phase préalable de négociation d'une opération d'Euro PP du champ des sondages de marché, le Règlement couvre un périmètre plus large et prévoit cette exclusion pour toutes communications d'informations à des investisseurs qualifiés aux fins de la négociation contractuelle de leur participation à une émission d'obligations.

<sup>6</sup> Le fait que la communication d'informations à des investisseurs qualifiés aux fins de la négociation des conditions contractuelles de leur participation à une opération d'Euro PP soit exclue du champ des sondages de marché n'exclut pas pour autant qu'il puisse y avoir une phase de sondage à un autre stade de l'opération.

## 2.6. Les dispositions de MAR relatives aux sondages de marché s'appliquent-elles aux recherches d'intérêts et aux pilot fishing ?

**Réponse du 15 juin 2016, modifiée le 9 février 2017** : Non dans l'un et l'autre cas.

La « recherche d'intérêts » se définit comme couvrant les interrogations d'investisseurs réalisées à la seule initiative d'un PSI, sans concertation avec l'émetteur : il s'agit pour le PSI d'estimer l'appétence des investisseurs pour une opération financière potentielle<sup>7</sup> dans le but, le cas échéant, de proposer sa réalisation à l'émetteur concerné. En tant que telles, ces interrogations participent du rôle classique des PSI dans la mise en adéquation des intérêts des émetteurs et de ceux des investisseurs<sup>8</sup>.

Ces « recherches d'intérêts », exclues de la définition du Sondage de marché telle que prévue par la Norme AMAFI<sup>9</sup>, doivent l'être également sous MAR. Il faut souligner tout d'abord que le critère d'une communication d'information qui serait réalisée « *avant l'annonce d'une transaction* » n'est pas présent : aucune « *annonce* » ne peut en effet être envisagée alors que le PSI est seulement en train d'évaluer le caractère opérationnellement réalisable d'une opération qu'il pourrait présenter à l'émetteur, mais dont ce dernier n'a pas encore connaissance ; tant qu'aucune discussion suffisamment précise n'a été initiée entre le PSI et l'émetteur, aucune « *annonce* » n'est envisageable. Il faut souligner également qu'en tout état de cause, les « recherches d'intérêts » ne sont pas réalisées « *au nom ou pour le compte de l'émetteur* » (v. *supra* 2.4.) puisque menées à la seule initiative du PSI avant même toute discussion avec l'émetteur sur son intérêt effectif.

Le *pilot fishing*, quant à lui, est une technique utilisée dans le cadre des introductions en bourse (IPO) par laquelle le PSI conseil de l'émetteur propose au management de la société de rencontrer quelques investisseurs pour leur présenter, par exemple, l'activité de l'émetteur et son positionnement relatif par rapport aux autres entités du secteur concerné.

Les introductions en bourse sur un marché réglementé (IPO) présentant la particularité de porter, par définition, sur des titres qui, dans un premier temps, ne sont pas cotés (et n'ont pas encore fait l'objet d'une demande d'admission), la 1<sup>ère</sup> question qui doit se poser est celle de l'entrée - ou non - de ces opérations dans le champ d'application de MAR, tel que défini par l'article 2. En l'absence de titres cotés ou ayant fait l'objet d'une demande d'admission sur un marché visé par MAR, l'entrée dans le champ d'application de MAR ne peut se faire que si les conditions de l'article 2.1 (d) sont réunies<sup>10</sup>, c'est-à-dire s'il existe chez l'émetteur concerné (ou dans son groupe) des instruments financiers cotés qui vont avoir un effet sur le cours des instruments offerts dans le cadre de l'IPO ou dont le cours va être influencé par le cours de ces derniers. Cette situation est aujourd'hui relativement courante dans l'univers des sociétés « *mid ou large caps* » mais elle est très exceptionnelle pour les *small caps* et conduit donc, dans un nombre important de cas, à exclure les opérations d'IPO du champ de MAR – et donc par voie de conséquence – du champ des Sondages de marché.

Si toutefois, du fait, par exemple, de l'existence de titres obligataires cotés émis par l'émetteur ou du fait que l'émetteur est une filiale d'une entreprise cotée, la réponse à cette 1<sup>ère</sup> question est positive (l'opération projetée entre dans le champ de MAR), **alors doivent être examinées les conditions propres à l'application des règles relatives aux Sondages de marché, définies à l'article 11.1 de MAR.**

<sup>7</sup> Cela consiste à interroger des investisseurs sur des opportunités d'investissement purement virtuelles au moment du questionnement mais que, par exemple, l'état du marché (tels des niveaux de taux que le PSI estime de nature à intéresser un émetteur) ou les communications de l'émetteur (telle l'annonce par un émetteur qu'il souhaite céder une participation dans l'année) rendent possibles.

<sup>8</sup> Ces discussions jouent un rôle important dans les activités de *debt capital markets* des PSI car elles contribuent à leur bonne connaissance des marchés et leur permettent de générer des idées pour ainsi émettre des propositions commerciales pertinentes (en anglais, *pitch*) à leurs clients émetteurs.

<sup>9</sup> V. AMAFI / 14-11 précitée.

<sup>10</sup> « *Le présent règlement s'applique [...] d) aux instruments financiers non couverts par les points a), b), ou c), dont le cours ou la valeur dépend du cours ou de la valeur d'un instrument financier visé auxdits points ou qui a un effet sur ce cours ou cette valeur, y compris, sans s'y limiter, les contrats d'échange sur risque de crédit et les contrats financiers pour différences* » (MAR, art. 2.1 (d)).

Deux conditions doivent être cumulativement réunies pour faire entrer la communication d'informations à des investisseurs éventuels dans le cadre d'une IPO dans le champ de cet article :

- (i) Cette communication doit intervenir préalablement à l'annonce de l'IPO et,
- (ii) Elle doit avoir pour objet d'« évaluer l'intérêt d'investisseurs potentiels pour une transaction éventuelle et les conditions attachées à celle-ci, telles que son volume ou ses conditions tarifaires éventuelles ».

Or s'agissant des rencontres société – investisseurs ou *pilot fishing* qui sont organisées dans le cadre d'opérations d'introduction en bourse (IPO), elles n'ont pour objet que d'évaluer de manière très générale l'intérêt des investisseurs concernés pour la société présentée, et non les conditions attachées à l'introduction en bourse, telles que son volume ou ses conditions tarifaires éventuelles.

La condition relative à l'évaluation de l'intérêt des investisseurs pour l'opération en question et les conditions qui sont attachées font défaut. Ces rencontres ne rentrent donc pas dans le champ des Sondages de marché.

## 2.7. Selon quels critères les offres publiques d'achat et les fusions peuvent-elles être visées par les dispositions relatives aux Sondages de marché ?

**Réponse du 15 juin 2016, modifiée le 9 février 2017** : Si la communication d'une information privilégiée n'est pas un élément nécessaire pour caractériser un Sondage de marché (*v. supra 2.3.*), pour autant la communication d'une telle information peut donner lieu à un Sondage de marché.

S'agissant d'une communication faite par une personne avec l'intention de faire une offre publique d'achat sur les titres d'une société<sup>11</sup> ou de proposer une fusion avec une société, cette communication, bien qu'elle donne fréquemment lieu à transmission d'informations privilégiées, n'est pas en elle même constitutive d'un Sondage de marché.

Il en serait autrement :

- (i) si la communication portait sur une information privilégiée relative à des instruments financiers entrant dans le champ d'application de MAR<sup>12</sup>, et
- (ii) si elle satisfaisait la double condition posée par l'article 11.2 de MAR, à savoir que :
  - a) « les informations soient *nécessaires pour permettre aux parties ayant des droits sur les titres de décider si elles souhaitent, ou non, offrir leurs titres* » et
  - b) « *la volonté des parties ayant des droits sur les titres d'offrir leurs titres soit raisonnablement requise pour que soit prise la décision de procéder à l'offre publique d'achat ou à la fusion* ».

## 2.8. Les dispositions relatives aux Sondages de marché s'appliquent-elles aux « Credit Updates » ?

**Réponse du 9 février 2017** : Non. Les « *Credit updates* »<sup>13</sup> sont des rencontres régulièrement organisées par les émetteurs, en dehors de la perspective d'une opération, afin d'informer les investisseurs sur leur situation financière ou leur « signature de crédit ». Ces meetings n'entrent pas dans le champ d'application des Sondages de marché car ils n'ont pas pour objectif « *d'évaluer l'intérêt d'investisseurs potentiels pour une transaction éventuelle et les conditions attachées à celle-ci* ». En effet, à ce stade il s'agit simplement de présenter l'émetteur. En outre, si les PSI peuvent occasionnellement assister à ce type de rencontres, ils y sont invités par l'émetteur – au même titre que les investisseurs présents – et n'agissent pas dans ce cadre, ni au nom ou pour le compte de l'émetteur, ni sur une transaction potentielle.

<sup>11</sup> En ce compris les offres publiques par voie d'échange de titres et les apports.

<sup>12</sup> MAR, art. 2.1, étant précisé que MAR ne s'applique pas aux instruments financiers non admis à la négociation ou non négociés sur un marché réglementé, un MTF ou un OTF.

<sup>13</sup> Ces rencontres sont aussi appelées « *non deal roadshows* » ou « *roadshows résultats* ».

De telles rencontres avec les investisseurs peuvent aussi être organisées dans la perspective d'une opération potentielle dont le principe peut ou non avoir été annoncé au marché (par exemple l'intention de s'introduire en bourse ou de lancer une augmentation de capital) mais sans qu'aucune caractéristique précise n'ait quant à elle été annoncée. Elles sont en général organisées après la publication de résultats annuels ou intermédiaires. Dans ce cas, comme pour les *credit updates*, si la rencontre avec les investisseurs a pour seul but de présenter l'émetteur au moyen d'informations publiques le concernant, ces rencontres ne rentrent pas dans le champ des Sondages de marché car elles ne sont pas destinées à « évaluer l'intérêt d'investisseurs potentiels pour une transaction éventuelle et les conditions attachées à celle-ci ».

## 2.9. Les dispositions relatives aux Sondages de marché s'appliquent-elles aux « Deal road show » ?

**Réponse du 9 février 2017** : Non. Un « *deal road show* » est une rencontre avec des investisseurs potentiels, clients institutionnels, actionnaires et analystes financiers dont l'objet est de leur présenter l'émetteur ainsi qu'une opération dont les termes (prix et quantité notamment) ont déjà été annoncés au marché et qui d'ailleurs bénéficie déjà du visa de l'AMF (quand celui-ci est requis pour l'opération en question).

Ainsi, dans le cadre du *deal road show*, qu'il s'agisse d'opération *equity* ou de nature obligataire, la communication d'informations a bien pour objectif d'évaluer l'intérêt d'investisseurs potentiels pour une transaction mais elle se situe après l'annonce de la transaction et porte sur un ensemble d'éléments, particulièrement sur les caractéristiques de celle-ci, qui sont à ce stade devenus publics puisqu'ils ont été déjà été annoncés au marché.

Quand le « *deal road show* » répond aux caractéristiques énoncées ci-dessus, les conditions de l'article 11.1 de MAR, qui déterminent les situations entrant dans le champ des Sondages de marché, ne sont donc pas remplies.

## 2.10. Une demande inversée (*reverse enquiry*) d'un investisseur potentiel auprès du PSI concernant un titre d'un émetteur peut elle déclencher l'application des dispositions relatives aux Sondages de marché ?

**Réponse du 9 février 2017** : Une demande inversée (*reverse enquiry*) a lieu lorsqu'un ou plusieurs investisseurs sollicitent un PSI afin que ce dernier propose à un émetteur de réaliser à leur profit une émission obligataire réservée à des conditions que ces investisseurs ont prédéfinies. Les dispositions relatives aux Sondages de marché ne trouveront pas à s'appliquer chaque fois que la demande de l'investisseur ou des investisseurs sera directement suivie d'une transaction entre l'investisseur et l'émetteur. En effet, le PSI n'aura alors pas contacté des investisseurs potentiels, ni chercher à évaluer leurs intérêts. Il aura seulement directement intermédié une opération de marché primaire entre un émetteur et des investisseurs à l'initiative de ces derniers.

En revanche, il pourra y avoir Sondage de marché lorsque la demande initiale de l'investisseur ne peut être suivie directement d'une transaction. Cette demande peut, en effet, amener le PSI suite à une discussion avec l'émetteur à approcher d'autres investisseurs, précisément pour tester leur appétit quant à l'émission originellement proposée dans le cadre de la *reverse enquiry*. En outre, et même si la demande émane initialement de l'investisseur, dans cette phase d'approche d'autres investisseurs, le PSI agit potentiellement au nom et pour le compte de l'émetteur. Ainsi, sous réserve d'une analyse au cas par cas, les critères nécessaires pour qualifier le Sondage de marché peuvent être réunis.

## 2.11. Le PSI est-il soumis aux dispositions relatives aux Sondages de marché s'il interroge des investisseurs afin de préciser les conditions d'EMTN structurés qu'il peut émettre ou faire émettre par un tiers ?

**Réponse du 9 février 2017** : Un PSI peut émettre pour son propre compte ou faire émettre par un tiers, des EMTN structurés dont il estime qu'ils sont en mesure d'offrir une solution de placement adaptée par rapport aux attentes de certains investisseurs. Dans ce cadre, il arrive que le PSI contacte des investisseurs susceptibles d'être intéressés par la commercialisation de ces EMTN structurés afin d'ajuster précisément, en adéquation avec la demande potentielle, leurs conditions d'émission. La question se pose alors de savoir si les contacts qui sont ainsi pris avec les investisseurs peuvent être soumis aux règles applicables aux Sondages de marché.

La question doit être considérée avec d'autant plus d'attention que ces contacts semblent en effet entrer dans le champ des Sondages de marché tel qu'il est défini par l'article 11-1 de MAR. Trois types d'observations conduisent toutefois à estimer qu'une réponse négative est nécessaire :

- (i) Tout d'abord, les situations concernées doivent être replacées dans le contexte de MAR et des dispositions encadrant les Sondages de marché : si l'application de ces dernières n'est pas liée à la communication d'une information privilégiée, il n'en reste pas moins que l'objectif poursuivi est la capacité à détecter et poursuivre efficacement les situations donnant lieu, suite à sa transmission à certains investisseurs, à l'utilisation d'une information privilégiée, voire d'une information simplement confidentielle mais qui *a posteriori*, se verrait requalifiée en information privilégiée (*v. en ce sens MAR, cons. 34, 35 et 36*).

Or, dans la situation ici considérée, il s'agit de produits d'épargne et non de produits de financement, au sens défini par l'AMF au travers de sa Position DOC-2012-08. Si pour ces derniers, il existe un véritable risque de transmission d'une information privilégiée ou confidentielle concernant l'émetteur on voit mal en revanche que cela puisse être le cas le cadre de l'émission d'un produit d'épargne comme un EMTN structuré alors que le PSI qui l'émet ou le fait émettre n'a pas d'autres enjeux que celui d'en faciliter la commercialisation par rapport aux attentes des investisseurs.

- (ii) Ensuite, il faut observer que, dans certaines situations, les échanges menés avec les investisseurs pour ajuster les conditions d'émission de l'EMTN structuré aux attentes de ces derniers, sont effectués dans des conditions qui sortent sans aucun doute du champ des Sondages de marché. C'est ainsi le cas chaque fois que celui qui définit les paramètres du produit à émettre, et qui à ce titre mène des échanges avec des investisseurs potentiellement intéressés pour les ajuster en conséquence, n'est pas celui qui l'émet.

Dans ces situations, qui ne peuvent être considérées comme totalement marginales, l'émetteur n'a pas de rôle dans les échanges qui peuvent intervenir avec les investisseurs, il répond seulement à la demande qui lui est faite en proposant l'émission de l'EMTN structuré à un prix donné. Dans le même temps, la personne qui mène les échanges en question ne peut certainement pas être considérée comme agissant pour le compte de celui qui émettra l'EMTN. Elle agit indépendamment de ce dernier : d'ailleurs souvent elle sélectionnera l'émetteur au terme d'un appel d'offres en considération, d'une part, du prix auquel il propose d'émettre le produit et, d'autre part, de la notation dont il dispose<sup>14</sup>.

On ne voit pas alors la logique qui conduirait à traiter différemment au regard du dispositif Sondages de marché, des situations identiques, seulement différenciées par le fait que les échanges avec les investisseurs sont menés par l'émetteur lui-même ou une personne n'agissant pas pour son compte, seules les premières se voyant soumises aux règles applicables aux Sondages de marché.

<sup>14</sup> Voir en ce sens notamment les situations décrites dans la lettre conjointe adressée à l'AMAFI par l'AMF et l'ACPR en date du 30 mai 2016 pour répondre à sa demande de qualification de l'activité ainsi exercée.



Cette constatation renforce l'utilité de la distinction précédemment posée entre produits de financement et produits d'épargne : pour les seconds, l'application des règles relatives au Sondages de marché est sans objet.

- (iii) L'inapplicabilité du dispositif Sondages de marché aux produits d'épargne semble d'autant plus avérée que les colégislateurs européens n'ont jamais envisagé que cela puisse être le cas. Bien au contraire, ils n'ont visé que les produits de placement comme en témoignent deux considérants de MAR : les sondages de marché « *constituent un outil hautement appréciable permettant d'évaluer l'avis des investisseurs potentiels, de renforcer le dialogue avec les actionnaires, de veiller à la bonne marche des opérations et à ce que les avis des émetteurs, des actionnaires existants et des nouveaux investisseurs potentiels soient alignés* » (MAR, cons. 32). « *Parmi les exemples de sondages de marché, citons les situations dans lesquelles l'entreprise vendeuse et un émetteur ont mené des discussions à propos d'une opération potentielle et qu'elle a décidé d'évaluer l'intérêt potentiel de l'investisseur afin de définir les conditions d'une future opération; les situations dans lesquelles un émetteur entend annoncer l'émission de titres de créance ou une offre supplémentaire d'actions et que des investisseurs clés sont contactés par une entreprise vendeuse et se voient communiquer l'ensemble des conditions de l'opération afin d'obtenir un engagement financier à participer à l'opération; ou les situations dans lesquelles le vendeur cherche à céder une grande quantité de titres pour le compte d'un investisseur, et s'emploie à évaluer l'intérêt potentiel de ces titres pour d'autres investisseurs potentiels* » (Mar, cons. 33).

Le cumul de ces éléments, et particulièrement le dernier, permet donc considérer que les contacts pris avec certains investisseurs pour ajuster les conditions d'émission d'EMTN structurés afin qu'ils répondent le plus précisément possible à leurs attentes, n'ont pas de raison d'être soumis aux règles applicables aux Sondages de marché.

## **2.12. Les interrogations d'investisseurs menées préalablement à une cession de bloc ou de participation sur le marché secondaire sont-elles soumises à la réglementation relative aux Sondages de marché ?**

**Réponse du 9 février 2017** : A côté des opérations de marché primaire, il existe des situations dans lesquelles un PSI peut interroger des investisseurs pour permettre la réalisation d'une opération de marché secondaire : cession d'un bloc ou d'une participation. Ces situations entrent dans le périmètre des Sondages de marché dès lors qu'elles concernent « *des quantités et valeurs telles que la transaction se distingue des négociations ordinaires et implique une méthode de vente basée sur l'évaluation préalable de l'intérêt éventuel des investisseurs potentiels* » (MAR, art. 11.1b).

Comme l'a rappelé l'ESMA, il est alors nécessaire de distinguer ces situations en deux grandes catégories.

- Celles où l'opération de cession s'apparentant à un placement est soumise aux dispositions sur les Sondages de marché.

L'ESMA<sup>15</sup> relève en effet que dans le cas de transactions concernant des blocs de très grosse taille (notamment par rapport aux volumes quotidiens échangés), il peut être nécessaire de sonder, avant l'exécution du bloc, l'intérêt d'investisseurs potentiels en leur divulguant des informations sur l'opération envisagée (telles que le volume, le prix, voire l'identité du vendeur) qui sont susceptibles dans certains cas d'avoir un impact significatif sur le cours des instruments financiers concernés.

Dans un tel cas, les interrogations d'investisseurs en vue d'une transaction de bloc pourraient être qualifiées de Sondage de marché pour autant qu'elles correspondent aux critères prévus par l'article 11.1 de MAR.

<sup>15</sup> ESMA/2015-1455 précité, § 68 et 69.

- Les autres situations pour lesquelles les dispositions sur les Sondages de marché ne s'appliquent pas.

L'ESMA<sup>16</sup> indique en effet que ne constituent pas des Sondages de marché les échanges avec un investisseur qui n'ont pas pour finalité de tester les conditions relatives à la taille ou au prix potentiel d'une opération prédéfinie, mais d'essayer de négocier et conclure une transaction avec l'interlocuteur approché. Elle ajoute que dans ce cas, les dispositions de MIF2 s'appliquent et ne sauraient se superposer à celles de l'article 11 de MAR.

Par exemple<sup>17</sup> s'agissant des cessions de blocs dans le cadre d'opérations de M&A, il est généralement admis que la finalité de l'interrogation des investisseurs n'est pas « *d'évaluer l'intérêt d'investisseurs potentiels pour une transaction éventuelle* » mais bien de négocier avec des investisseurs identifiés les termes d'une transaction déterminée. En effet, ce sont généralement des opérations qui s'étalent dans le temps du fait des nombreux paramètres qui doivent être précisés afin de déterminer avec les investisseurs concernés l'ensemble des caractéristiques (y compris contractuelles) de l'opération.

### **2.13. Les interrogations d'investisseurs effectuées dans le cadre d'opérations de titrisation sont elles soumises aux dispositions de MAR relatives aux Sondages de marché ?**

**Réponse du 9 février 2017** : Les opérations de titrisation sont réalisées pour un client (le cédant) qui cède un portefeuille de ses actifs (par exemple, des créances ou des obligations) à un véhicule de titrisation (l'émetteur) qui émet ensuite des titres de dette. Le PSI peut interroger en amont des investisseurs potentiels sur leurs intérêts concernant ces titres de dette à émettre. La spécificité d'une opération de titrisation tient dans le fait que l'émetteur, à savoir le véhicule de titrisation, n'est qu'une modalité permettant de transformer le portefeuille d'actifs du client cédant en titres financiers. Ainsi, l'émetteur n'a pas de volonté propre (le véhicule n'étant pas créé au moment de l'interrogation).

Par conséquent, il apparaît difficile d'estimer que le PSI agit au nom et pour le compte de l'émetteur lorsqu'il interroge les investisseurs concernés. A l'inverse, on pourrait considérer qu'il agit au nom et pour le compte du client cédant. Toutefois dans ce cas, le client cédant au nom et pour le compte duquel agit le PSI n'est pas un émetteur, ni un offreur secondaire d'instruments financiers, ni un participant au marché des quotas d'émission ni un tiers agissant au nom ou pour le compte d'une des 3 précédentes personnes. Dès lors, ces interrogations ne paraissent pas devoir ressortir du champ d'application des dispositions MAR relatives aux Sondages de marché.

Néanmoins, les informations confidentielles qui seraient potentiellement communiquées aux investisseurs lors de cette phase seraient le cas échéant encadrées à minima par la mise en place d'un accord de confidentialité.

---

<sup>16</sup>ESMA/2015-1455, précité, §70.

<sup>17</sup> Ce raisonnement est en accord avec celui développé dans la Norme Professionnelle AMAFI, aujourd'hui abrogée relative aux sondages de marché et aux tests investisseurs (*AMAFI 14-11*), de laquelle est largement tiré l'article 11 de MAR. Cette Norme prévoyait que ne constituent pas des sondages de marché les interrogations d'investisseurs réalisées dans le cadre d'une activité d'exécution d'ordre qui n'ont pas pour finalité, « *d'évaluer l'intérêt d'investisseurs potentiels pour une transaction éventuelle* », mais bien de négocier les termes de la transaction qui est réalisée directement dans le cadre de ces échanges.



### III. RECOMMANDATION D'INVESTISSEMENT

#### 3.1. Faut-il lister les recommandations précédemment émises même si la valeur n'a pas fait l'objet d'un changement de sens dans la recommandation ?

**Réponse du 15 juin 2016** : Oui. Concernant les normes relatives à la présentation des recommandations, MAR oblige notamment à indiquer la liste des recommandations précédemment émises sur la valeur concernée sur les 12 derniers mois y compris la date, l'objectif de cours, et le sens de la recommandation émise (*RD 2016/958, art. 4.1(i)*). L'AMAFI observe qu'aucun élément ne permettrait de considérer que cette obligation ne serait applicable que lorsqu'il y a eu un changement de sens dans la recommandation.

#### 3.2. Comment doivent être calculées les positions nettes longues ou courtes qui doivent être mentionnées dans les recommandations d'investissement ?

**Réponse du 15 juin 2016, modifiée le 6 juillet 2017** : S'agissant de la mention des conflits d'intérêts, MAR oblige l'entité qui émet la recommandation à indiquer si elle détient une position longue ou courte nette dépassant le seuil de 0,5 % de la totalité du capital en actions émis de l'émetteur. Il est précisé que cette position est « *calculée conformément à l'article 3 du règlement (UE) 236/2012 et aux chapitres III et IV du règlement délégué (UE) n° 918/20127 de la Commission, une déclaration à cet effet précisant si la position nette est longue ou courte* » (*RD 2016/958, art. 6.1(a)*).

La méthodologie de calcul du seuil est donc identique à celles issues du Règlement Vente à Découvert<sup>18</sup>. En particulier, les positions issues des activités de *market making* ne doivent pas être prises en compte<sup>19</sup>.

Dans ce contexte, l'AMAFI attire l'attention sur le fait que cette obligation constitue une évolution du régime actuel. MAD 1 oblige à publier les seules participations qui atteignent 5% du capital de l'émetteur<sup>20</sup>. Jusqu'alors, la méthodologie de calcul de ces positions longues utilisée était celle issue de la Directive Transparence<sup>21</sup>. Désormais, les positions nettes courtes ou longues devront être calculées selon la méthodologie du Règlement Vente à Découvert.

Cela signifie que les établissements doivent donc, conformément à cette méthodologie, réaliser les développements informatiques nécessaires à l'alimentation des systèmes d'information concernés pour les positions longues, comme c'est déjà le cas pour les positions courtes nettes.

S'est posée également la question de savoir si la communication sur la possession éventuelle de positions longues ou courtes peut être consolidée au niveau du Groupe comme c'est le cas dans le cadre du règlement vente à découvert<sup>22</sup>.

<sup>18</sup> Règlement (UE) N°236/2012 du Parlement et du Conseil du 14 mars 2012 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit et le Règlement délégué (UE) n° 918/2012 de la Commission du 5 juillet 2012 complétant le règlement (UE) n° 236/2012 du Parlement européen et du Conseil sur la vente à découvert (« Vente à Découvert »).

<sup>19</sup> Les autres règles de calcul spécifiques, relatives notamment aux droits de souscription ou aux obligations convertibles telle qu'appliquées pour les positions courtes nettes devraient également pouvoir s'appliquer.

<sup>20</sup> Article 6.1 (a) de la Directive 2003/125/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts.

<sup>21</sup> Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs.

<sup>22</sup> Cf. article 13.2 du Règlement délégué (UE) n° 918/2012 de la Commission du 5 juillet 2012 complétant le règlement (UE) n°236/2012 du Parlement européen et du Conseil sur la vente à découvert.

Par analogie avec le règlement vente à découvert, et alors que la qualité de l'information fournie au marché s'en trouverait nécessairement renforcée, une approche consistant à envisager une déclaration des positions longues ou courtes consolidée au niveau du groupe, semble à privilégier. Conformément à cette hypothèse, l'AMAFI considère que les positions courtes nettes et longues nettes de toutes les entités juridiques composant le groupe peuvent être « *agrégées et compensées, à l'exception des positions des entités de gestion qui assurent des activités de gestion* ». Si le PSI décide d'agréger ses positions au niveau du groupe, la position longue ou courte nette à indiquer dans les recommandations concernées lorsqu'elle atteint 0,5% du capital de l'émetteur sera cette position agrégée.

### 3.3. Qui sont les personnes dont l'identité doit apparaître dans la recommandation ?

**Réponse du 6 juillet 2017 :** L'article 2 du RD 2016/958 dispose que, l'identité des personnes « *qui produisent des recommandations d'investissement* » doit être divulguée clairement dans la recommandation. De plus, ce même article précise, qu'il faut indiquer des informations complémentaires « *sur l'identité toute(s) autre(s) personne(s) responsable(s) de la production de la recommandation* ». L'alinéa 1. (b) du même article prévoit la situation où la personne qui produit la recommandation est la personne physique travaillant pour le PSI dans le cadre d'un contrat de travail. C'est dans ce cadre que l'analyste, par exemple, peut être désigné comme le producteur de la recommandation.

Il ressort de cette analyse que l'identité des collaborateurs, personnes physiques, qui produisent la recommandation doit être divulguée au même titre que celle du PSI qui les emploie et qui est responsable de la production de la recommandation.

### 3.4. Comment établir la liste des recommandations qui ont été diffusées au cours des 12 derniers mois ?

**Réponse du 6 juillet 2017 :** Le RD 2016/958 dans son article 4.1(i) impose de faire « *figurer [...] de façon claire et bien apparente dans la recommandation [...] une liste de toutes [...] recommandations sur tout instrument financier ou sur tout émetteur qui ont été diffusées au cours des 12 derniers mois* ». De plus, l'article 4.1(h) précise que « *quand une recommandation diffère de l'une de leurs précédentes recommandations concernant le même instrument financier ou le même émetteur, qui a été diffusée au cours des douze derniers mois, [qu'il faut faire figurer de façon claire et bien apparente dans la recommandation] le(s) modifications(s) et la date de cette précédente recommandation* ».

Pour pouvoir réaliser cette liste, il est nécessaire de déterminer au préalable si, au sein d'un même PSI, lorsque, par exemple un analyste publie une recommandation à l'achat sur un instrument financier donné, le fait pour un vendeur de formuler une recommandation à la vente le lendemain sur le même instrument financier :

- constitue une modification de la recommandation émise précédemment par l'analyste ou le PSI ;  
ou
- constitue une nouvelle recommandation parce qu'elle est émise par une autre personne au sein du même PSI (dans l'exemple ici le vendeur) ?

Une première approche consisterait à considérer que la recommandation émise par le vendeur constitue une modification de celle précédemment émise par l'analyste. Alors, elles devraient toutes deux être intégrées dans la seule et même liste prévue aux alinéas (i) et (h) de l'article 4.1 du RD 2016/958, établie au nom du PSI.

Une deuxième approche consisterait à considérer que la recommandation du vendeur est une nouvelle recommandation et à ce titre doit être intégrée dans une liste distincte de celle des recommandations émises par l'analyste. L'addition de ces listes concernant l'ensemble des recommandations émises par le PSI permet de considérer qu'il satisfait son obligation prévue aux alinéas (i) et (h) de l'article 4.1 du RD 2016/958.

En tout état de cause, et quelque soit l'approche retenue qui devra probablement être encadrée dans les procédures internes du PSI, ce dernier, doit mettre à disposition de ses clients l'ensemble des recommandations, sur un instrument financier donné, produites par des personnes travaillant en son nom et pour son compte. Les modalités de diffusion de l'information dépendent de l'organisation interne de chaque PSI – elle peut figurer dans le document support à la recommandation - ou être accessible sur un site internet via un lien.

Enfin, il convient de préciser que le fait d'adresser au client une communication qui relaye *in extenso* une recommandation précédemment émise sans y ajouter d'éléments nouveaux ne devrait pas être considérée comme une nouvelle recommandation d'investissement ; à moins qu'elle inclue une confirmation ou une évaluation de la recommandation précédente<sup>23</sup>.

### **3.5. Comment déterminer si une recommandation d'investissement a pour objet un même instrument financier dérivé qu'une recommandation précédemment émise ?**

**Réponse du 6 juillet 2017 :** Comme vu dans la réponse précédente, les obligations prévues par le RD 2016/958 supposent notamment d'être en capacité d'identifier si une communication est une nouvelle recommandation ou une modification d'une recommandation précédemment émise. Pour ce faire, il convient au préalable d'identifier si la recommandation porte sur le « *même instrument financier ou le même émetteur* » que la recommandation précédente. S'agissant des instruments financiers dérivés, la question du même émetteur peut être écartée car ces instruments sont des contrats et non des titres.

Pour ces instruments financiers dérivés, reste alors à identifier si la recommandation porte sur le même instrument financier que la recommandation précédente. Dans l'affirmative, la deuxième recommandation est bien une modification de la recommandation précédente. Dans la négative, la deuxième recommandation qui porte sur un instrument financier autre, doit être considérée comme une nouvelle recommandation et non une modification de la recommandation précédente.

L'ESMA a apporté des éléments de réponses à la problématique de l'identification de l'instrument financier dérivé. Elle précise ainsi que dans le cas où un code ISIN existe pour l'instrument financier concerné, ce dernier doit alors être utilisé afin d'identifier s'il s'agit du même instrument financier. Si le code ISIN n'existe pas, tous les efforts raisonnables doivent être faits pour identifier les instruments financiers par d'autres moyens. A titre d'exemple, l'ESMA évoque le recours pour le PSI à la définition d'une taxonomie qui lui est propre<sup>24</sup>. La faisabilité opérationnelle de cette proposition restant à confirmer.

L'AMAFI estime que le même raisonnement pourrait s'appliquer aux produits structurés.

<sup>23</sup> V. Questions and Answers on the Market Abuse Regulation, ESMA/2016/1644, question 6.

<sup>24</sup> V. ESMA/2016/1644 précité, question 8.

### 3.6. Comment analyser une recommandation portant sur une stratégie optionnelle ?

**Réponse du 6 juillet 2017** : Une stratégie optionnelle est une stratégie d'investissement combinant plusieurs options. Bien que ces stratégies combinent divers instruments financiers, elles ne sont pas, en elles même des instruments financiers. Or l'article 3 de MAR, définissant la recommandation d'investissement précise bien que ces dernières concernent nécessairement « *un ou plusieurs instruments financier* ».

Ainsi, si l'on considère les stratégies optionnelles comme un ensemble indivisible, qui ne saurait être équivalent à une combinaison de plusieurs instruments financiers, alors on doit en conclure qu'aucune recommandation ne peut être émise à leurs sujets. Cette analyse précédemment soulignée par l'AMAFI, rappelle que pour qualifier une communication de recommandation d'investissement, elle doit notamment porter sur un ou plusieurs instruments financiers identifiables<sup>25</sup>.

L'ESMA précise dans son document de Questions-Réponses<sup>26</sup> que lorsque la recommandation porte sur plusieurs émetteurs ou instruments financiers de façon indépendante (par exemple, lorsqu'elle porte sur un secteur déterminé) ; alors il convient d'appliquer les dispositions du RD 2016/958 à l'ensemble des émetteurs ou instruments financiers auxquels se rapporte la recommandation.

Cette position se justifie par le fait que la recommandation porte indépendamment sur plusieurs émetteurs ou instruments financiers. A ce titre, elle peut être décomposée en plusieurs recommandations sur plusieurs instruments financiers ou émetteurs. En raisonnant par analogie la recommandation sur une stratégie optionnelle ne peut quant à elle être considérée comme recommandant indépendamment les différents instruments financiers combinés dans la stratégie.

### 3.7. Quelles sont les personnes dont les conflits d'intérêts doivent être mentionnés ?

**Réponse du 6 juillet 2017** : L'article 5 du RD 2016/958 établit une obligation générale de communiquer d'éventuels conflits d'intérêts relatifs aux personnes qui produisent des recommandations d'investissement ou de « *toute personne physique [...] travaillant pour leur compte dans le cadre d'un contrat, notamment un contrat de travail* ». Le texte indique donc que les conflits d'intérêts ; pouvant porter atteinte à l'objectivité des collaborateurs personnes physiques liées au PSI par un contrat de travail (tel que les analystes ou les vendeurs), doivent être divulgués.

Afin de savoir si les conflits d'intérêts à communiquer doivent l'être en fonction des intérêts personnels des vendeurs ou des analystes, il convient d'identifier la ou les personnes responsables de la recommandation (*V. question 3.3*) car le texte a pour objectif de rendre public tout élément pouvant mettre à mal l'objectivité de ces personnes.

En outre, l'article 6 qui complète les dispositions générales de l'article 5, en imposant des obligations supplémentaires concernant la communication des conflits d'intérêts, vise les PSI personnes morales. Dans ce contexte, l'article 6.1c) précise même que les conflits d'intérêt doivent être communiqués au niveau du Groupe dans certaines situations expressément visées.

En conclusion, il apparaît que les éventuels conflits d'intérêts à communiquer doivent être à la fois ceux impliquant le PSI personne morale, son Groupe et ses collaborateurs personnes physiques lorsqu'elles produisent la recommandation. Subsidiairement, il est à noter que cette solution s'inscrit dans la

<sup>25</sup> V. AMAFI 16-43 § 20 et 21

<sup>26</sup> V. ESMA/2016/1644 précité, questions 9 et 10 « *Where a recommendation refers to several financial instruments independently, such as part of sectorial research, the requirements would apply to each financial instrument that is the subject of the recommendation* ».

continuité de la pratique en matière d'analyse financière établie par une position de l'AMF<sup>27</sup>, qui a elle aussi pour objectif de renseigner le client sur l'objectivité de l'information qui est communiquée.

### 3.8. Comment appliquer l'obligation de faire figurer les informations relatives au prix et à la date d'acquisition d'actions acquises avant une « offre publique » ?

**Réponse du 6 juillet 2017** : L'article 6.2 c) du RD 2016/958 impose au PSI et aux personnes travaillant en leur nom et pour leur compte de faire figurer dans l'information sur les conflits d'intérêts « *des informations sur le prix et la date d'acquisition des actions lorsque des personnes physiques travaillant pour la personne visée au premier alinéa [EI ou EC] dans le cadre d'un contrat de travail ou autre, et qui ont participé à la production de la recommandation, reçoivent ou achètent des actions de l'émetteur auquel la recommandation se rapporte directement ou indirectement avant une offre publique de ces actions* ».

Une première question se pose de savoir quelles opérations sont visées par « *une offre publique de ces actions* ».

L'AMAFI considère que la notion « *d'offre publique de ces actions* » utilisée doit s'entendre en droit français comme étant couverte par la notion d'offre au public de titres financiers tel que définit à l'article L.411-1 du Comofi, c'est-à-dire, « *un placement de titres financiers par des intermédiaires financiers.* »

Une deuxième question porte sur la période précédant ces opérations visées par le terme « avant ». Sans plus de précisions fournies par le texte, l'Association considère que pour appréhender cette période il convient de se référer à l'objectif ici recherché. Le considérant 6 du RD 2016/958 dispose que : « *la communication des intérêts ou des conflits d'intérêts devrait être suffisamment précise pour permettre au destinataire de la recommandation de se former un avis éclairé quant au degré et à la nature de l'intérêt ou du conflit d'intérêts* ». L'objectif est alors de fournir une information pertinente aux destinataires de la recommandation afin de leur permettre d'évaluer l'objectivité de celle-ci. L'AMAFI considère donc que le PSI sera contraint de fournir les informations concernées sur les actions acquises avant une offre au public de titres financiers s'il juge l'information pertinente au vue du degré et de la nature du conflit d'intérêts potentiel.

### 3.9. Une communication portant sur des éléments factuels, reprenant par exemple une information imposée par la réglementation, peut - elle être considérée comme une recommandation d'investissement ?

**Réponse du 6 juillet 2017** : L'AMAFI a explicité<sup>28</sup> que lorsqu'une communication reprend, même de manière synthétique, les éléments par ailleurs décrits dans un DICI ou dans un Prospectus, sans dénaturer la présentation factuelle faite par ces documents, il n'y a pas lieu, *a priori*, de considérer qu'elle recommande ou suggère une stratégie d'investissement<sup>29</sup>.

De la même manière s'agissant des produits distribués via placement privé, les communications qui contiennent uniquement des informations factuelles et ne suggèrent pas une stratégie d'investissement ne peuvent être considérées comme des recommandations d'investissement. De plus, cette analyse a été confirmée par l'ESMA qui rappelle qu'une communication qui ne contient que des informations factuelles sur un instrument financier ou un émetteur n'est pas considérée comme une recommandation d'investissement dès lors qu'elle ne constitue pas une recommandation explicite ou implicite<sup>30</sup>.

<sup>27</sup> V. Position-recommandation AMF n°2013-25 « *Guide relatif à l'analyse financière* » (§5.3.1).

<sup>28</sup> V. AMAFI / 16-43.

<sup>29</sup> L'ESMA a confirmée cette analyse dans le document de *feedback* qu'elle a publié en suite de son document de consultation en annexe de son rapport final sur les RTS MAR du 28 septembre 2015 (V. [ESMA/2015/1455 précité, § 355](#)).

<sup>30</sup>V. ESMA/2016/1644 précité, question 5.

#### IV. PREVENTION ET DETECTION DES ABUS DE MARCHÉ

- 4.1. **Quelles sont les informations à conserver s'agissant des ordres ou transactions identifiés comme suspects mais n'ayant pas fait l'objet d'une déclaration à l'AMF ?**

**Réponse du 15 juin 2016** : S'agissant des mesures à prendre concernant la surveillance, la détection et la déclaration des ordres ou transactions suspects, MAR oblige à conserver pendant une durée de 5 ans les informations relatives aux analyses menées ainsi que les raisons qui ont motivé la déclaration ou l'absence de déclaration à l'AMF (RD 2016/957, art. 3.8).

Par nature ne sont visées ici que les informations relatives à des ordres ou transactions détectés et analysés avant de décider que ces alertes ne justifient pas une déclaration. Ne sont donc pas concernés les ordres ou transactions non identifiés car jugés non pertinents en fonction des paramètres définis *a priori* ou en raison de la nature des activités du prestataire.

