

CONSULTATION AMF
IDENTIFICATION DES SUR-TRANPOSITIONS
RELEVANT DU DOMAINE REGLEMENTAIRE
DE L'AMF OU DU DROIT SOUPLE

Observations de l'AMAFI

Le 28 novembre 2018, dans le prolongement du travail mené depuis plusieurs mois par le Gouvernement afin d'éliminer les distorsions concurrentielles ayant pour conséquence de freiner l'attractivité de la Place de Paris, l'AMF a sollicité ses acteurs afin de contribuer au travail d'identification de dispositions réglementaires ou de doctrine au sens large qui résultent d'une sur-transposition de la norme européenne et dont le maintien n'apparaît pas justifié au regard des règles applicables par leurs concurrents d'autres États membres, y compris lorsqu'ils proposent leurs services et produits en France.

L'AMAFI est d'autant plus sensible à cette préoccupation qu'elle l'a exprimée à de multiples reprises au cours des années passées à l'occasion de différents exercices de transposition de textes européens. Par ailleurs, elle a contribué à un exercice similaire effectué à l'initiative du Ministère de l'Économie et des Finances en octobre 2017 (*AMAFI / 17-80*). En tout état de cause, l'Association considère que la volonté collective de positionner la Place de Paris dans le contexte du Brexit rend indispensable la réalisation de cet exercice.

De ce point de vue d'ailleurs, l'AMAFI souligne particulièrement la nécessité pour l'AMF d'exposer clairement, pour les « sur-transpositions » qu'elle maintiendrait, les raisons sous-tendant son choix et celles qui la conduisent à considérer que la distorsion concurrentielle en résultant est justifiée.

Les observations de l'Association réunies dans ce document trait d'abord aux dispositions de nature réglementaire de la compétence de l'AMF (I.) avant de concerner les éléments de doctrine de l'AMF (II.), ceux-ci étant par ailleurs résumés en annexe 1 dans un tableau récapitulatif. En Annexe 2 figurent les dispositions législatives et réglementaires (hors compétence AMF) constituant des sur-transpositions, notamment telles que détaillées dans la note AMAFI 17-80.

I – Dispositions réglementaires

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

L'AMAFI relève qu'à l'occasion de la transposition « négative » du règlement européen 596/2014 du 16 avril 2014 dit « MAR »¹, l'AMF a finalement souhaité maintenir ses dispositions du RG AMF relatives aux **listes de surveillance et d'interdiction** (*art 315-2 à 6*) alors même que MAR ne contient aucune disposition similaire.

¹ V. Consultation publique de l'AMF du 20 avril 2016 sur les modifications à apporter à son règlement général et à sa doctrine « Émetteur » en vue de l'entrée en application du règlement abus de marché « MAR ») et la réponse de l'AMAFI (*AMAFI / 16-26*).

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

L'Association confirme que ces listes constituent des dispositifs purement nationaux qui matérialisent une démarche de *goldplating*, à l'encontre même de la préoccupation plusieurs fois exprimée par l'AMF. Même s'ils peuvent avoir leur utilité pour la gestion de la circulation de l'information privilégiée et la gestion des conflits d'intérêts, on ne peut néanmoins occulter que leurs mises en œuvre opérationnelles soulèvent des problématiques parfois importantes.

A titre d'exemple, le dispositif actuel oblige à lister tous les instruments financiers concernés et non les noms des émetteurs, par exemple. Compte tenu du nombre parfois extrêmement important d'instruments émis par un émetteur donné², cela oblige à surveiller un champ très large de transactions. Par ailleurs, en obligeant à surveiller notamment les « Recommandations d'investissement » au sens de MAR qui par nature, sont peu adaptées à un contrôle *a priori*, le dispositif n'est pas opérant. De manière générale, le caractère prescriptif du dispositif actuel des listes de surveillance et d'interdiction empêche une déclinaison opérationnelle proportionnée et concentrée sur les risques identifiés par le PSI. Ainsi, si les dispositions concernées étaient supprimées du RG AMF – alors même que les PSI feraient le choix de maintenir ces outils – ils pourraient les appliquer d'une manière plus adaptée en tenant compte de la nature de leurs activités et des risques encourus pour optimiser leur dispositif de surveillance. Enfin, cela laisserait la liberté aux PSI concernés de décliner un dispositif plus adapté en fonction de leurs organisations³ aux problématiques de transaction transfrontières où des réglementations, autres que la seule réglementation française, peuvent trouver à s'appliquer.

Il est à noter que l'AMAFI a transmis à l'AMF, concomitamment à sa réponse à la présente consultation, une note distincte contenant des propositions alternatives, sur la question des listes d'interdiction et de surveillance.

II – Droit souple

L'AMF justifie souvent les ajouts qui résultent du droit souple par le fait que beaucoup d'entre eux ne sont que des recommandations qui, en tant que telles, ne revêtent pas de caractère impératif. L'AMF rappelle toutefois elle-même que le fait de se conformer à une telle recommandation contribue généralement à nourrir une présomption de conformité à la réglementation (*Principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'AMF – 2 février 2018*). C'est la raison pour laquelle les acteurs assujettis sont réticents à s'en écarter compte tenu de l'incertitude qui en résulte pour eux, avec la possibilité *in fine* de se retrouver attrait dans le cadre d'une procédure de sanction. Ces recommandations sont d'ailleurs d'autant plus largement suivies qu'à titre d'exemple, les cabinets d'avocats, peuvent estimer avoir à ajouter des réserves dans leurs opinions juridiques.

Augmentation de capital sans droit préférentiel de souscription (DPS)

L'article R. 225-119 du Code de commerce relatif à la fixation du prix dans les augmentations de capital sans DPS dispose que « *Pour l'application du premier alinéa du 1° de l'article L. 225-136, le prix est au*

² Alors même que le risque peut être en réalité concentré sur l'action, par exemple.

³ Par exemple, un PSI peut considérer que certaines de ses activités (de *buy side* en particulier) sont suffisamment protégées du risque de circulation induite d'informations privilégiées par des barrières à l'information extrêmement robustes et qu'elles ne nécessitent donc pas d'être surveillées au même titre que ses activités *sell side*.

moins égal à la moyenne pondérée des cours des trois dernières séances de bourse précédant sa fixation éventuellement diminuée d'une décote maximale de 5% ».

Aucun doute n'est permis, pour les praticiens de ces opérations (notamment banques et cabinets d'avocats), sur le fait que la référence aux trois dernières séances de bourse « précédant sa fixation » vise les trois séances précédant la clôture du placement par construction d'un livre d'ordres puisque dans ce cas, le prix ne peut pas, par définition, être fixé avant l'ouverture du placement, mais résulte des ordres recueillis dans ce livre.

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

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

A titre illustratif, dans le cas où une augmentation de capital démarre par un placement privé, le prix d'émission n'est fixé qu'à la clôture de la construction du livre d'ordres. Or, l'application du texte par l'AMF impose aux émetteurs de déterminer le prix d'émission par référence à des cours qui, parce qu'ils lui sont antérieurs, n'intègrent pas l'opération. En conséquence, les émetteurs ne sont pas en mesure de proposer un prix attractif au regard du cours de l'action qui aura le plus souvent baissé à la suite du lancement de l'augmentation de capital et se trouvent donc confrontés à un risque d'échec tel que les sociétés renoncent *de facto* à recourir à ce mode de financement par le marché.

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

Augmentation de capital des sociétés cotées

- A la suite de l'entrée en application des Règlements Prospectus et Abus de marché, l'AMF a estimé utile de mettre à jour une partie de sa doctrine relative aux augmentations de capital. Elle a ainsi supprimé la Position AMF 2012-09 intitulée « *Les offres de titres financiers par placement privé* » et l'a remplacée par la Position-recommandation 2019-01 intitulée « *communication des sociétés cotées lors de l'émission de titres de capital ou donnant accès au capital ne donnant pas lieu à la publication d'un prospectus* » ;

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

L'AMAFI souhaite ici insister sur deux points :

- *Sur l'exigence de publicité en cas de souscription significative par des actionnaires de référence, des dirigeants ou des investisseurs liés à ces derniers » :*

Si la Position 2012-09 a été supprimée, il n'en reste pas moins que tout placement privé souscrit de manière significative par un ou plusieurs actionnaires de référence, dirigeants ou investisseurs liés à ces derniers, doit faire l'objet de mentions spécifiques dans le communiqué présentant le résultat de l'augmentation de capital. L'AMAFI continue de s'interroger sur les raisons pour lesquelles, lorsque l'émetteur n'a pas conçu l'offre en vue d'être souscrite de manière significative de la sorte, ces personnes devraient publier, en sus des règles qui s'appliquent par ailleurs à eux, une information particulière, non requise par les textes européens.

- *Sur l'assujettissement de l'ensemble des opérations ne donnant pas lieu à prospectus aux mêmes exigences d'information accrues :*

L'AMF souhaite abolir, en termes de fourniture d'information, et ce au nom des exigences de MAR, la distinction entre émissions ouvertes au public et celles ouvertes aux investisseurs qualifiés uniquement (placements privés). Or, MAR ne prescrit en aucune façon le niveau de détails et d'exigences que l'AMF prétend imposer.

L'abolition de la distinction est totalement inopportune dans la mesure où le niveau de sophistication des investisseurs en question est totalement différent. Elle propose en outre d'ajouter un certain nombre d'informations qui sont exigées dans les prospectus et qui nécessitent des travaux supplémentaires importants et coûteux, lesquels ont pour effet de rendre peu attractive les opérations par placement privé, alors même que ces opérations bénéficient précisément d'une dispense de prospectus.

Ces propositions reviennent en réalité à réintégrer les exigences de Prospectus par voie de recommandation.

Articulation contrats de liquidité – rachat d'actions

L'AMF a recommandé aux émetteurs sa Position-recommandation AMF du 2 février 2017 (*Guide relatif aux interventions des émetteurs cotés sur leurs propres titres et aux mesures de stabilisation, DOC-2017-04*) : « L'AMF, dans l'attente de la révision de la pratique de marché sur les contrats de liquidité actions, recommande aux émetteurs de prendre en compte, pour le calcul de la limite de 25 % du volume quotidien, la totalité des interventions réalisées sur leurs propres actions sur le marché réglementé ou le SMN considéré, y compris celles bénéficiant d'une dérogation au titre des articles 5 et 13 de MAR.

A cette fin, les émetteurs ayant conclu un contrat de liquidité peuvent choisir de le suspendre temporairement pendant la mise en œuvre d'un programme de rachat. »

Cette recommandation est dénuée de fondement alors que le Règlement MAR n'impose rien en ce sens, pas plus d'ailleurs que l'ESMA dans son document « *Points for convergence in relation to MAR accepted market practices on liquidity contracts* » (*Opinion, ESMA 70-145-76*) sur la légalité duquel l'Association continue en tout état de cause à exprimer les plus fortes réserves. La recommandation demande d'autant plus à être abrogée qu'elle a été prise dans l'attente de la révision de la PMA. Or celle-ci, prise depuis, pose en principe l'indépendance par rapport à l'émetteur de l'intermédiaire chargé de mettre en œuvre le contrat de liquidité.

Rapport annuel RCSI

L'AMF demande chaque année aux prestataires de services d'investissement de lui faire parvenir, avant fin avril, le rapport annuel établi supposément en application des dispositions de l'article 312-1 de son RG⁵.

L'AMAFI relève que l'exigence de remettre ce rapport annuel à l'AMF n'existe pas dans le dispositif MIF 2 qui demande, lui, à ce qu'un rapport de Conformité soit remis uniquement aux instances dirigeantes et non pas au régulateur.

Pourtant, le rapport exigé par l'AMF est un exercice de plus en plus fastidieux que doivent assumer chaque année les PSI et en particulier leurs équipes de conformité. Compte tenu de l'inflation réglementaire de ces dernières années, c'est aujourd'hui plus de 800 champs à renseigner par chaque assujetti dont certains nécessitent des développements spécifiques des systèmes d'information pour récupérer et retraiter l'information. Même si un certain nombre d'obstacles ont pu être identifiés en amont grâce au travail de concertation menée par l'AMF avec l'AMAFI en particulier lors de l'élaboration de la trame du questionnaire, le rapport coûts/bénéfices de cette obligation ne semble pas justifier le maintien de cette pratique qui reste une démarche de *goldplating*.

Commercialisation des produits dits « complexes »

L'AMAFI relève comme elle l'a déjà fait par le passé (*AMAFI 16-53, 17-60 et 18-51*) que les Positions AMF n° 2010-05 et n° 2013-13 constituent une sur-transposition par rapport aux règles européennes, d'autant plus discutable que le contexte de commercialisation de ces instruments a profondément évolué au travers de MIF 2 et des règlements PRIIPs et Benchmark.

Pour autant, il faut noter que les inconvénients résultant de cette situation ont été grandement relativisés grâce à l'important travail de concertation mené par l'AMF avec les professionnels, notamment l'AMAFI⁶, en 2018.



⁵ « Pour assurer le respect de l'ensemble des obligations professionnelles mentionnées au II de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, le prestataire de services d'investissement met en œuvre le dispositif de conformité et les dispositions en matière de responsabilité des instances dirigeantes prévus respectivement aux articles 22 et 25 du règlement délégué 2017/565 de la Commission du 25 avril 2016 ».

⁶ V. notamment le Guide AMAFI-AFG sur les indices ESG (*AMAFI / 18-40*) et les communications de l'AMF sur la documentation commerciale.

ANNEXE 1 - Tableau récapitulatif

Réponse à la consultation relative à l'identification des sur-transpositions relevant du domaine réglementaire de l'AMF ou du droit souple		
Texte français concerné	Texte européen concerné	Analyse / propositions de modifications
Listes d'interdiction et de surveillance imposées par le RG AMF		
Articles 315-2 à 315-6 du RG AMF	Règlement européen 596/2014 du 16 avril 2014	L'AMAFI relève qu'à l'occasion de la transposition «négative» du règlement européen 596/2014 du 16 avril 2014 dit «MAR» ⁷ , l'AMF a finalement souhaité maintenir ses dispositions du RG AMF relatives aux listes de surveillance et d'interdiction alors même que MAR ne contient aucune disposition similaire.
Augmentation de capital sans DPS		
Position exprimée par l'AMF dans sa revue mensuelle de mai 2005 au sujet des modalités de fixation du prix d'émission des augmentations de capital sans DPS. Article R. 225-119 du Code de commerce relatif à la fixation du prix dans les augmentations de capital sans DPS		La Position AMF contredit directement l'article R. 225-119 du Code de commerce relatif à la fixation du prix dans les augmentations de capital sans DPS sur l'interprétation des termes « <i>précédant sa fixation</i> » pour déterminer les séances de bourse qui doivent être prises en compte pour la fixation du prix d'émission.

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

Augmentation de capital des sociétés cotées		
Position-recommandation 2019-01	Règlement européen 2017/1129 du 14 juin 2017 Règlement européen 596/2014 du 16 avril 2014	L'AMF ajoute un exigence de publicité en cas d'augmentation de capital souscrite de manière significative par des actionnaires de référence, dirigeants ou investisseurs liés a ces derniers, alors qu'aucun texte européen ne l'impose. L'AMF souhaite assujettir aux mêmes exigences accrues d'information l'ensemble des opérations ne donnant pas lieu à prospectus. Ces propositions reviennent à réintégrer les exigences des Directive et Règlement Prospectus par voie de recommandation.
Contrat de liquidité – Rachat d'actions		
Position-recommandation AMF du 2 février 2017, DOC-2017-04 Décision AMF 2018-01 du 2 juillet 2018	Règlement européen 596/2014 du 16 avril 2014	Cette Recommandation ignore l'un des principes de la nouvelle Pratique de Marché Admise, à savoir l'indépendance de l'animateur qui gère la prise en charge des volumes, alors même que le Règlement MAR n'impose rien en ce sens.

Commercialisation des produits dits « complexes »		
<p>Position AMF n° 2010-05 Position AMF n° 2013-13</p>	<p>Directive 2014/65/UE du 15 mai 2014 Règlement (UE) n° 1286/2014 du 26 novembre 2014 Règlement (UE) 2016/1011 du 8 juin 2016</p>	<p>L'AMAFI relève comme elle l'a déjà fait par le passé que les Positions en question constituent une sur-transposition aux règles européennes, nouvellement fortement renforcée, à savoir MIF 2 et les règlements PRIIPs et Benchmark. Pour autant, il faut noter que les inconvénients résultant de cette situation ont été grandement relativisés grâce à l'important travail de concertation mené par l'AMF avec les professionnels, notamment l'AMAFI, en 2018.</p>
Rapport annuel RCSI		
	<p>Règlement européen complétant MiFID 2 (RD 2017/565 de la Commission du 25 avril 2016) – article 22.2 c)</p>	<p>L'AMF demande chaque année aux prestataires de services d'investissement de lui faire parvenir, avant fin avril, le rapport annuel établi en application des dispositions de l'article 312-1 de son RG. L'AMAFI relève que l'exigence de remettre ce rapport annuel à l'AMF n'existe pas dans le dispositif MIF 2 qui demande à ce qu'un rapport de Conformité soit remis aux instances dirigeantes et non pas au régulateur.</p>

ANNEXE 2 – Rappel des dispositions législatives et réglementaires (hors compétence AMF) constituant des sur-transpositions

Texte français concerné	Texte européen concerné	Analyse / propositions de modifications
Règlement Vente à découvert - Instruments financiers couverts		
Art. L. 211-17-1 du Comofi	Articles 3, 12 et 13 du règlement n° 236/2012 du 14 mars 2012	Les dispositions françaises contenues à l'article L. 211-17-1 étendent le champ des instruments financiers concernés par les obligations du Règlement n°236/2012 sur les ventes à découvert.
Retrait des instructions de règlement livraison dans un système de règlement livraison		
Art. L. 330-1 du Comofi	Article 5 de la Directive 98/26/CE du 19 mai 1998 (Directive finalité)	Il s'agirait, d'instituer dans les règles de fonctionnement du système (de paiement et de règlement livraison), un droit de purge des instructions qui permettrait que le retrait du système d'une instruction irrévocable non exécutée, soit opposable aux tiers (outre les participants du système).
Problématique des participants à une chambre de compensation		
Art L. 330-1 du Comofi Art L. 440-2 du Comofi	Article 2(b) de la Directive 98/26/CE du 19 mai 1998 (Directive finalité)	Il apparaît que le droit français a opéré une transposition « <i>a minima</i> » de la Directive Finalité dans les articles L.330-1 et L.440-2 du code monétaire et financier (listant respectivement les entités éligibles à l'adhésion d'un système de règlement-livraison et d'une chambre de compensation).

Rémunérations – Consultation de l'AG sur les enveloppes de rémunération versées au preneurs de risques		
Art. L. 511-73 Code monétaire et financier	<p>Article 92 de la directive européenne 2013/36/UE du 26 juin 2013 (CRD 4)</p> <p>Article 450 du règlement n°575/2013 du 26 juin 2013 (CRR)</p>	<p>Le texte européen requiert l'identification de la population des preneurs de risques, mais n'impose aucune consultation de l'Assemblée Générale des actionnaires sur le montant de l'enveloppe versée annuellement à ceux-ci. Il s'agit d'une disposition supplémentaire qui s'ajoute à la publication annuelle déjà prévue par le règlement européen (CRR article 450) pour cette même population, et qui est une spécificité française.</p>
CRD (Fond propres, gouvernance, et contrôle interne)		
<p>Article 1^{er} de l'arrêté du 3 novembre 2014 relatif au contrôle interne</p> <p>Article 4 de l'arrêté du 3 novembre 2014 relatif au contrôle interne</p>	<p>Article 4 du règlement n° 575/2013 du 26 juin 2013</p>	<p>L'exclusion du champ d'application des dispositions issues des textes du Paquet CDR IV de certaines entreprises d'investissement qui ne sont agréées que pour fournir un certain nombre de services d'investissement n'a pas été reprise en droit français.</p>

Seuil pour la création d'un Comité des rémunérations		
<p>Article 104 de l'Arrêté du 3 novembre 2014 relatif au contrôle interne</p> <p>Article 276 de l'Arrêté du 3 novembre 2014 relatif au contrôle interne</p>	<p>Article 95 de la Directive européenne 2013/36/UE du 26 juin 2013 (CRD 4)</p>	<p>La directive européenne ne fixe aucun seuil précis pour la mise en place d'un comité des rémunérations, précisant seulement qu'il est obligatoire dans les établissements ayant une importance significative, « <i>en raison de leur taille, de leur organisation interne, ainsi que de la nature, de l'échelle et de la complexité de leurs activités</i> ». Le seuil applicable en France actuellement est inférieur à celui d'autres États membres, ce qui crée une distorsion de concurrence.</p>

