

substantiel – critère ajouté par la directive MIF II⁶¹, qui est mesuré par la taille des activités de négociation de gré à gré réalisées par le prestataire, soit par rapport à son activité totale de négociation pour un instrument financier spécifique, soit par rapport à l'activité totale de négociation réalisée dans l'Union européenne sur l'instrument concerné⁶².

61. MIFID II, art. 4, § 1, 20°, al. 2 et cons. 17.

62. Art. L. 533-32 nouveau C. mon. fin.

Pour conclure, l'ordonnance retouche également les dispositions relatives aux conseillers en investissement financier, notamment en ce qui concerne l'obligation d'adhésion à une association professionnelle (art. L. 541-4) et les règles de bonne conduite (art. L. 541-8-1)⁶³, ainsi que celles relatives aux agents liés, principalement les exigences applicables aux dirigeants (art. L. 545-4)⁶⁴.

63. Art. 12 de l'ordonnance.

64. Art. 13 de l'ordonnance; MIFID II, art. 29.

Mise à jour de la doctrine de l'AMF en matière d'information réglementée.

Instruction AMF – Modalités de notification dans le cadre d'un différé de publication d'une information privilégiée – DOC-2016-07.

Instruction AMF – Opérations des dirigeants et des personnes mentionnées à l'article 19 du règlement européen sur les abus de marché – DOC-2016-06.

Position-recommandation – Guide de l'information périodique des sociétés cotées sur un marché réglementé – DOC-2016-05.

Position-recommandation – Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée – DOC-2016-08.

Commentaire de Jérôme Chacornac

En application de l'article L. 621-6, al. 2, in fine, du Code monétaire et financier, l'AMF développe, codifie et harmonise sa doctrine avec celle de l'AEMF. Les pouvoirs d'interprétation inhérents à l'activité de régulation rejoignent ainsi la plus jeune parmi les missions du régulateur national, qui consiste à « apporter son concours à la régulation [des] marchés aux échelons européen et international », selon les termes de l'article L. 621-1, alinéa 1^{er}, in fine. Par sa doctrine, l'AMF doit se mettre au la du concert des régulateurs européens.

Dans cette optique, la moisson de l'automne révèle une suractivité interprétative.

Celle-ci s'exprime d'abord à l'occasion de l'entrée en vigueur du nouveau règlement abus de marché¹, le 3 juillet dernier.

S'agissant d'un règlement, il n'est pas tant question d'une « transposition » que d'une « adaptation » du droit interne et, en particulier, des pratiques du régulateur et des émetteurs avec le nouveau cadre normatif de source proprement internationale. S'ouvrant sur le rappel de l'importance de la notion d'information privilégiée, la position-recommandation DOC-2016-08 se concentre sur l'information permanente et la « gestion » de l'information privilégiée. L'AMF y consolide sa doctrine au regard de celle du régulateur européen en contemplation du règlement et d'un certain nombre d'actes délégués ou d'exécution – dont l'empilement suscite toujours plus la désolation² – sur différentes questions

essentielles qui structurent ce nouveau « guide » : l'obligation qui pèse sur les émetteurs de communiquer les informations privilégiées ; les obligations qui pèsent sur les dirigeants ; les modalités de communication de l'information privilégiée aux tiers. Pour plus de lisibilité, le guide comporte dans une double annexe la liste des documents de doctrine annulés et recodifiés en son sein, ainsi que la liste de l'ensemble des autres documents de doctrine de l'AMF cités.

Relatif à l'information permanente, ce guide a un champ d'application très vaste, à la mesure de celui du règlement européen et concerne tous les émetteurs dont les titres sont admis ou font l'objet d'une demande d'admission aux négociations sur un marché réglementé, sur un système multilatéral ou un système organisé de négociation.

Aux côtés de cette position-recommandation à teneur « doctrinale », deux instructions plus logistiques viennent préciser, pour l'une, l'adresse à laquelle doit être transmise l'information dont la publication aurait été différée par un émetteur pour préserver ses intérêts légitimes et la nécessité de prendre contact avec la Direction des émetteurs de l'AMF aux fins de différer la publication d'une information afin de préserver la stabilité du système financier, en application des 4 et 5 de l'article 17 du règlement (DOC-2016-07) ; pour l'autre, le serveur extranet mis en place par l'AMF sur lequel doivent être transmises les opérations réalisées par les dirigeants et les personnes en lien étroit avec eux, en application de l'article 19 (DOC-2016-06).

La même démarche interprétative a, ensuite, été suivie sur le terrain différent de l'information périodique, par imitation de l'effort de rationalisation imposé par l'entrée en vigueur du paquet « abus de marché ». La position-recommandation DOC-2016-05 ne se réfère toutefois qu'aux textes internes de transposition de la directive « transparence » n° 2004/109/CE du 15 décembre 2015, aux articles L. 451-1-1 à L. 451-1-6 du Code monétaire et financier et dans le Titre II du Livre II du RG AMF. Y sont récapitulées dans pas moins de 14 rubriques l'ensemble des obligations d'information périodique qui pèsent sur les émetteurs concernés, à savoir les seuls dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé en France ou au

1. Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014, JOUE, 12 juin 2014, L. 173/1.

2. V. le recensement impressionnant de T. Bonneau, « Règlements délégués et

règlements d'exécution », RDBF, sept. 2016, comm. 219.

sein de l'Union européenne dès lors qu'ils relèvent du contrôle de l'AMF. Les rubriques vont ainsi de l'adoption d'un calendrier de communication financière aux obligations d'information des sociétés cotées sur Alternext en passant par les rapports financiers annuel et semestriel, la description des indicateurs alternatifs de performance ou encore la publication, la diffusion, l'archivage et le dépôt des informations périodiques. La mise en cohérence avec la doctrine antérieure suit le même traitement que dans le guide relatif à l'information permanente : une double annexe indique les textes annulés et recodifiés ainsi que les autres documents de doctrine cités.

À n'en pas douter, la démarche ainsi évoquée doit être saluée. L'accès à la doctrine du régulateur, si essentielle à connaître, se trouve facilité et pourra être aisément mis à jour, à l'instar de ce qu'a permis la codification des recommandations en matière de gouvernance³.

3. Sur la Recommandation AMF n° 2012-02 et sa mise à jour sous forme codifiée, au 22 décembre 2015, cette chronique, n° 165, nos observations, p. 47.

Position AMF 2017-01 – Questions-réponses – Interdiction des communications à caractère promotionnel relatives à la fourniture de service d'investissement portant sur certains contrats financiers.

Commentaire de Frida Mekoui

« À la faveur d'un contexte de crise et d'une large diffusion sur Internet, le grand public est massivement touché depuis plusieurs années par des offres pour miser sur le Forex ou trader via des options binaires. L'AMF alerte régulièrement du danger de ce phénomène, dont le bilan chiffré des pertes engendrées est sans appel¹. Avec cette position, l'AMF apporte – sa dernière – pierre à l'édifice visant à protéger le grand public contre les publicités agressives de certains opérateurs. Le dispositif légal et réglementaire, alors encore au stade de projet, avait été commenté lors des dernières chroniques. Il est, désormais, définitivement adopté et publié. En effet, après la publication de la loi du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique (loi dite Sapin 2), l'AMF adoptait les modifications de son Règlement général². Pour mémoire, l'article 72 de la loi Sapin 2 interdit, aux Prestataires de services d'investissement et aux conseillers en investissement financier, de réa-

1. Communiquée de presse de l'AMF, 10 janvier 2017 : une étape majeure pour la protection des épargnants : l'AMF détaille le mécanisme d'interdiction de la publicité des produits les plus risqués.

2. Arrêté du 15 décembre 2016 portant homologation d'une modification du règlement général de l'Autorité des marchés financiers

Concluons sur un point cependant. Si la mission de régulation suppose une certaine autonomie, en particulier interprétative, de la part d'un régulateur, on peut observer que, de la même manière que le recours en expansion constante au règlement, qui supprime toute intervention du législateur, la réception de la doctrine de source européenne et la multiplication des actes délégués sont autant d'empiétements sur le pré carré des régulateurs nationaux. La remontée vers le haut des compétences en matière de régulation financière a pour contrepartie le déclin du contenu de la régulation nationale, jusque dans sa dimension interprétative. Il n'est que d'observer l'abondance de la doctrine régulatrice de source proprement européenne pour prendre la mesure d'un risque qui se fait jour : celui de la disparition du rôle interprétatif des régulateurs, dilués dans les Q&A et Public statements de l'AEMF⁴.

4. Sur l'activité doctrinale du régulateur européen, dans le cadre de sa mission d'élaboration d'une « culture européenne commune et de pratiques cohérentes en matière de surveillance », qui découle du droit dérivé, T. Bonneau, Régulation bancaire et financière européenne et internationale, 3^e éd., Bruylant, 2016, n° 94, pp. 89-92.

liser de la publicité, par voie électronique, susceptible de parvenir à des clients non professionnels, portant sur certains contrats financiers. Tous les acteurs intervenant dans la diffusion de cette publicité sont également visés par les mesures de répression³.

Seuls sont visés les contrats financiers non admis à la négociation sur un marché réglementé ou sur un système de négociation organisé. Ils doivent également, d'une part, relever de l'une des catégories de contrats visées par le Règlement général de l'AMF et, d'autre part, remplir l'une des conditions suivantes : (i) la perte maximale n'est pas connue au moment de la fourniture du contrat, (ii) il existe un risque de perte supérieur au montant investi, ou (iii) le risque de perte rapporté aux avantages éventuels correspondants n'est pas raisonnablement compréhensible. Cette double condition sera importante pour déterminer les contrats effectivement visés par l'interdiction.

L'AMF avait soumis à consultation publique des propositions qui visaient les options binaires, les contrats financiers sur devises, les contrats avec paiement d'un différentiel (CFD) avec un effet de levier supérieur à 5, ainsi que tout contrat financier ayant un effet économique similaire. Finalement, la version finale des dispositions du RGAMF, ne vise pas les appellations commerciales mais définit les caractéristiques des contrats visés par l'interdiction. Ce changement semble tout à fait opportun dans la mesure où cette appellation commerciale semble réductrice. Il implique également, en toute logique, la suppression de la formulation balai qui étendait l'interdiction à tous les contrats financiers

3. Annonceurs, acheteurs et vendeurs d'espaces publicitaires, etc. Article L. 222-16-1 du Code de la consommation.