

une réelle avancée, quelles qu'en soient les malfaçons : le simple constat de l'inefficacité de l'autorégulation constitue en soi un progrès. Mais il est dommage que le pivot du nouveau dispositif que constitue la notion de politique de rémunération ait été négligé au profit d'une approche purement analytique. Face à une évolution comme celle à l'œuvre, la clarté de l'esprit est sans doute plus déterminante encore que celle de la lettre. Mais, précisément, sans doute est-ce le législateur lui-même qui hésite sur l'esprit de cette intervention dans la vie des sociétés. Davantage encore que sur des

« paradoxes »<sup>8</sup>, l'encadrement des rémunérations des dirigeants tel qu'il est en train de se construire repose essentiellement sur une incertitude qui est peut-être la pire de toutes, celle qui affecte les choix politiques de ceux qui font les normes. ■

8. Soulignant par une succession de paradoxes le grand écart réalisé par la future directive entre une conception de la rémunération des dirigeants comme « question actionnariale » ou « question sociale », C. Coupet, « Révision de la directive sur les droits des actionnaires... », préc.

## Codification de la doctrine de l'AMF relative aux interventions des émetteurs sur leurs propres titres et aux mesures de stabilisation.

Position-recommandation – Guide relatif aux interventions des émetteurs cotés sur leurs propres titres et aux mesures de stabilisation – DOC-2017-04.

Commentaire par Jérôme Chacornac

Dans le prolongement d'une démarche déjà décrite dans ces colonnes<sup>1</sup>, l'AMF poursuit l'exposé synthétique de sa doctrine par secteur à l'occasion, entre autres, de l'entrée en vigueur du nouveau règlement abus de marché<sup>2</sup>, le 3 juillet dernier.

Le régulateur a ainsi publié le 2 février 2017 une position recommandation consacrée aux interventions des émetteurs sur leurs propres titres et aux mesures de stabilisation, les deux mesures faisant l'objet d'un même support de doctrine pour refléter le choix opéré par l'article 8 de l'ancienne directive Abus de marché<sup>3</sup> et repris à l'article 5 du nouveau règlement consistant à associer ces deux types d'opérations. En dépit de l'unité d'intention qui préside à leur rassemblement sous l'étiquette de « dérogations » adoptée par le règlement abus de marché<sup>4</sup>, l'hétérogénéité technique des deux types

d'opérations est bien réelle et justifie un exposé articulé en deux parties distinctes.

L'exposé du régulateur s'appuie sur les deux règlements délégués venus préciser le règlement Abus de marché<sup>5</sup> et dresse, comme dans les autres travaux réalisés cet automne, une liste en annexe des documents de doctrine de l'AMF cités ou annulés par la position recommandation. À cet égard, la position recommandation appellera probablement une rapide mise à jour concernant les pratiques de marchés admises. Ayant abandonné les contrats de liquidité obligatoire et les acquisitions d'actions propres aux fins de conservation et de remise ultérieure dans le cadre d'opérations de croissance externe dès l'entrée en vigueur du règlement abus de marché, la seule pratique de marché admise restait les contrats de liquidité sur actions<sup>6</sup>. Cette pratique de marché a été notifiée à l'ESMA qui vient tout récemment de publier une opinion faisant état des caractéristiques requises pour établir la conformité des contrats de liquidité à l'article 13 du règlement<sup>7</sup>. Cette nouvelle opinion du régulateur européen devrait donc ainsi, très prochainement, appeler un ajustement de la doctrine du régulateur interne... si tant est qu'elle existe encore, au-delà de l'indispensable travail de compilation qu'il entreprend depuis plusieurs mois et dont on peut gager qu'il paraîtra toujours plus nécessaire. ■

1. Cette chronique, n° 171, janv.-févr. 2017, pp. 28-29.

2. Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014, JOUE, 12.6.2014, L. 173/1.

3. Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché, JOUE 12.4.2003, L.96/16.

4. Une « dérogation » de portée générale, qu'il s'agisse de manipulations de marché ou d'opérations d'initiés, ainsi que cela résultait déjà de l'article 8 de l'ancienne directive abus de marché, en dépit d'une tendance de la doctrine à n'y voir, structurellement, que des exemptions aux manipulations de cours : par ex. D. Martin, E. Dezeuze et F. Bouaziz, « Les Abus de marché – Manquements administratifs et infractions pénales », LexisNexis 2013, p. 314, n° 432 et s.

5. Une « dérogation » de portée générale, qu'il s'agisse de manipulations de marché ou d'opérations d'initiés, ainsi que cela résultait déjà de l'article 8 de l'ancienne directive abus de marché, en dépit d'une tendance de la doctrine à n'y voir, structurellement, que des exemptions aux manipulations de cours : par ex. D. Martin, E. Dezeuze et F. Bouaziz, Les Abus de marché – Manquements administratifs et infractions pénales, LexisNexis 2013, p. 314, n° 432 et s.

6. DOC-2011-07.

7. ESMA – Points for convergence in relation to MAR accepted market practices on liquidity contracts, 25 avril 2017, ESMA70-145-76.

## Publication du règlement délégué sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance.

Commentaire de Frida Mekoui

Après son rejet par le Parlement européen le 14 septembre dernier, le règlement délégué venant pré-

ciser les dispositions du règlement sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance (dit « PRIIPs »<sup>1</sup>) a finalement été adopté par la Commission européenne le 8 mars dernier.

1. Règlement (UE) n° 1286/2014, du 26 novembre 2014, sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance (Règlement PRIIPs).

Ce règlement délégué était particulièrement attendu par les professionnels. En effet, ce texte qui détaille le contenu du document d'informations clés à établir et remettre le conseil ou la vente de « produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance » (PRIIPs) aux investisseurs non professionnels avait, dans un premier temps, été rejeté par le Parlement européen en septembre dernier, provoquant ainsi le report d'un an de la mise en œuvre du règlement. Les motifs de ce rejet étaient de plusieurs ordres.

L'objectif de la Commission européenne était donc de répondre point par point aux critiques du Parlement pour ne pas risquer une nouvelle fois d'être déjugée.

Les modifications apportées par rapport à la première version publiée portent principalement sur trois points :

- la définition des produits soumis à une alerte de complexité à insérer dans le document d'informations clés pour l'investisseur ;

- les modalités afférentes à la rédaction du document d'informations clés pour l'investisseur pour les produits multi-options (principalement l'assurance vie en unité de compte), notamment lorsque les supports de ces produits sont des OPC bénéficiant d'une période d'exemption de l'application du règlement ;

- l'ajout d'un quatrième scénario de performance qui décrit la performance du produit en cas de tension sur les marchés.

Le premier point mérite une attention particulière. Le règlement délégué précise dorénavant la notion de « produit qui n'est pas simple à comprendre » évoquée dans le règlement cadre. Pour mémoire, le règlement PRIIPs prévoit en son article 8.3 c) une rubrique dans le document d'information clés destinée à informer l'investisseur que le produit peut être difficile à comprendre, le cas échéant. L'alerte doit être formulée comme suit : « Vous êtes sur le point d'acheter un produit qui n'est pas simple et qui peut être difficile à comprendre. ». Une fois le principe de l'alerte posé, restait à savoir quels produits étaient visés. Jusqu'ici, seul un considérant s'attelait vaguement à la tâche : « Un produit devrait être considéré comme n'étant pas simple et comme étant difficile à comprendre en particulier s'il investit dans des actifs sous-jacents dans lesquels il n'est

pas courant que les investisseurs de détail investissent, s'il utilise plusieurs mécanismes différents pour calculer le rendement final de l'investissement, augmentant les risques de mauvaise interprétation de la part de l'investisseur de détail ou si le rendement de l'investissement tire parti des travers de comportement des investisseurs de détail, par exemple un taux "alléchant" suivi d'un taux conditionnel variable bien plus élevé, ou une formule itérative »<sup>2</sup>.

On retrouve en filigrane les critères définis dans la position AMF 2010-05 sur la commercialisation des instruments financiers complexes<sup>3</sup>.

C'est finalement, une interprétation beaucoup plus large de la notion de complexité que celle existante dans cette position de l'AMF qui est retenue par la Commission européenne. Il est désormais précisé à l'article 1er du règlement délégué, paragraphe 3, que cette « alerte » sur les difficultés de compréhension du produit doit apparaître pour tous les produits qui ne sont pas considérés comme non complexes au sens de la directive MIF 2<sup>4</sup> pour les besoins de l'évaluation des connaissances et expérience des clients. C'est dire que la liste des instruments financiers et dépôts structurés non complexes est assez limitée puisqu'elle vise à déterminer les produits assez simples pour ne pas donner lieu à une évaluation du caractère approprié du produit.

Cette liste est complétée par des orientations de l'Autorité européenne des marchés financiers sur les titres de créances complexes et des dépôts structurés du 4 février 2016. Il résulte de l'étude de l'article 25 de la directive MIF et de ces orientations que la quasi-majorité des produits soumis au règlement PRIIPs devraient donner lieu à cette alerte. La seule exception étant sans doute les OPCVM non structurés. Néanmoins, rappelons que ceux-ci bénéficient d'une période d'exemption d'application du règlement PRIIPs jusqu'au 31 décembre 2019. ■

2. Règlement PRIIPs, considérant 18

3. Voir également recommandation de l'ACPR 2016-R-04 du 13 décembre 2016 portant sur la commercialisation des contrats d'assurance sur la vie en unités de compte constituées d'instruments financiers complexes.

4. Directive UE 2014/65 du Parlement européen et du Conseil, article 25 paragraphe 4, point a) i) à iv).