

néanmoins écartée en l'espèce, au motif que « cependant, ce document publicitaire, émanant d'un CIF commercialisant un produit structuré et fourni par une plateforme indépendante, ne peut, en dépit de l'absence de mention du caractère privé de l'offre, être regardé en l'espèce comme constitutif d'une offre au public ». La formulation n'est pas sans ambiguïté : quel est l'élément déterminant pour la Commission des sanctions ? Deux interprétations semblent possibles. Soit cette décision s'inscrit dans la suite de la décision Arkeon, la qualification d'offre au public étant en l'espèce écartée parce que la Commission considère – bien qu'elle ne le dise pas nettement – que la communication ne comportait pas d'informations suffisamment précises. Cette décision soulève alors les mêmes doutes que la décision Arkeon, dans la mesure où elle admet qu'un simple CIF, tiers par rapport à l'émetteur ou au cédant et non mandaté par lui, puisse être à l'origine d'une offre au public⁶⁸. Soit la Commission revient sur sa jurisprudence Arkeon. Elle aurait ainsi considéré que la publicité était suffisamment précise pour constituer une communication au public, tout en écartant cette qualification à raison de la qualité de l'auteur de la publicité (« émanant d'un CIF »). L'adverbe « cependant » au début du second paragraphe semble inviter à une telle lecture. Mais, dans ce cas, pourquoi ne pas le dire plus nettement ? En outre, si cette interprétation est la bonne, l'examen du contenu de la publicité apparaîtrait comme un détour inutile.

A.-C. R.

■ ACTUALITÉS RÉGLEMENTAIRES

1. Position de l'AMF n° 2013-24 du 29 novembre 2013 sur les politiques et pratiques de rémunération.

La position de l'AMF n° 2013-24 du 29 novembre 2013 reprend les orientations émises par l'ESMA en juin 2013 sur les politiques et pratiques de rémunérations (ESMA/2013/606).

La position vise ainsi les formes de rémunérations susceptibles d'engendrer des risques de non-conformité aux règles de bonne conduite et des conflits d'intérêts.

L'indexation d'une rémunération ou toute forme d'incitation à un « volume d'affaires » est en soi porteuse de conflit d'intérêts en ce sens qu'elle encourage le vendeur qui pourrait être amené à « proposer » à ses clients des produits ou services correspondant davantage à ces considérations qu'à l'adéquation aux besoins du client.

La position 2013-24 de l'AMF comporte un caractère structurant et impératif au niveau :

- de la définition des politiques de rémunération d'une

grande partie des collaborateurs des établissements ;

- de la gouvernance en édictant une obligation d'approbation de la politique de rémunération par les instances dirigeantes après un avis du RCSI ;
- de l'organisation des établissements qui devront se doter d'un « personnel approprié chargé de la mise en œuvre de ces politiques et pratiques de rémunération » ;
- des modalités d'examen des nouveaux produits qui devront examiner les modalités de la rémunération des collaborateurs concernés.

« Champ d'application de la Position 2013-24 – Définitions

Personnes ou collaborateurs concernés : Personnes susceptibles d'avoir une influence significative sur le service fourni et/ou le comportement du Prestataire de services d'investissements (PSI), y compris le personnel en contact direct avec les clients, les équipes commerciales et/ou le personnel indirectement impliqué dans la fourniture de services d'investissement ou de services auxiliaires dont la rémunération pourrait créer des incitations inappropriées à agir à l'encontre des intérêts des clients. Cela inclut les personnes qui supervisent les forces de vente (comme les supérieurs hiérarchiques directs) et qui pourraient être incitées à exercer une pression sur les forces de vente ou sur les analystes financiers dont les publications pourraient être utilisées afin d'inciter les clients à prendre des décisions d'investissements. À ces exemples de « personnes concernées » s'ajoute le personnel impliqué dans le traitement des réclamations, la fidélisation des clients et la conception et le développement de produits. La notion de « personne concernée » s'étend également aux agents liés du PSI.

Rémunération : Toute forme de paiement ou avantage fourni directement ou indirectement par des PSI aux personnes concernées dans le cadre de la fourniture de services d'investissement et/ou de services auxiliaires aux clients. Sont ainsi visés les flux financiers (tels que les paiements en espèces, sous forme d'actions ou d'options, l'annulation de prêts aux personnes concernées en cas de licenciement, les cotisations retraite, la rémunération par des tiers, par exemple, au moyen de mécanismes de type « carried interest », les augmentations de salaire) ou des avantages non financiers (tels que la progression de carrière, la couverture maladie, les réductions ou conditions particulières pour l'usage d'une voiture ou d'un téléphone mobile, les remboursements généraux de notes de frais, les séminaires [...]). »

La position est applicable aux services fournis à des clients non professionnels, et aux clients professionnels à moins qu'il soit démontré qu'une telle application n'est pas pertinente. Sont également visées les rémunérations variables versées aux agents liés.

Lors de la conception ou de la révision des politiques et pratiques de rémunération, les PSI doivent prendre en compte le risque potentiel en matière de conformité aux règles de bonne conduite et de conflits d'intérêts, afin de ne pas porter atteinte aux intérêts de leurs clients en privilégiant les leurs ou ceux de leurs collaborateurs.

Les établissements devront élaborer des politiques et pratiques de rémunération qui éviteront de créer des incitations qui pourraient encourager les collaborateurs à favoriser leurs propres intérêts ou ceux de leurs établissements. Pour répondre à cette exigence, outre la prohibition des politiques et pratiques liant directement la rémunération à la vente d'instruments spécifiques ou d'une catégorie spécifique d'instruments financiers, les

68. En ce sens, v. D. Pasturel et N. Cuntz, note préc. ; A. Pietrancosta, « La réforme de l'appel public à l'épargne par l'ordonnance du 22 janvier 2009 » : RTDF n° 1-2, 2009, p. 18, spéc. p. 22 ; A. Couret et H. Le Nabasque (dir.), *Droit financier*, Dalloz, 2e éd., 2012, n° 254. Contra : A. Soilleux et Ch. Cardon, « Offre au public et admission aux négociations de titres financiers sur un marché réglementé », *Joly Bourse*, EO010, oct. 2013, n° 155.

établissements devront régulièrement élaborer par écrit des politiques et pratiques de rémunération :

- qui prennent en compte l'ensemble des facteurs pertinents comme, notamment, les fonctions exercées par les personnes concernées, le type de produits offerts, les méthodes de distribution (avec ou sans conseil, en direct ou par téléphone) afin de gérer de façon adéquate tout risque résiduel de conflit d'intérêts ;

- qui garantiront que le rapport entre les parts fixe et variable de la rémunération est approprié au regard de l'obligation de servir au mieux l'intérêt des clients : une rémunération variable élevée, fondée sur des critères quantitatifs, peut inciter la personne concernée à privilégier des gains à court terme au détriment de l'intérêt du client ;

- qui permettront une flexibilité en matière de rémunération variable pouvant aller, le cas échéant, jusqu'à l'absence de paiement d'une rémunération variable ;

- qui lors de l'évaluation des collaborateurs n'autoriseront pas les établissements à déterminer le montant de leurs rémunérations variables en prenant uniquement en considération les volumes de ventes toujours pour ne pas créer de conflit d'intérêts qui, en dernier ressort, pourrait pénaliser le client ;

- qui préciseront que chaque évaluation se fondera sur des critères qualitatifs qui encouragent la personne concernée à agir au mieux de l'intérêt du client.

Lorsque la rémunération est entièrement ou partiellement variable, les politiques et pratiques de rémunération des PSI doivent inclure des critères appropriés qui permettent de faire converger les intérêts des clients et ceux des personnes concernées ou des PSI. Pour cela, les PSI doivent envisager la mise en place de critères qualitatifs qui encouragent les personnes concernées à agir dans l'intérêt du client. Ces critères qualitatifs incluent par exemple la conformité aux procédures internes et aux exigences réglementaires (particulièrement celles relatives aux règles de bonne conduite et, plus spécialement, au caractère adéquat des instruments vendus aux clients par la personne concernée), le traitement équitable des clients et leur degré de satisfaction.

Lorsqu'ils évaluent les performances des collaborateurs, les PSI doivent également prendre en compte les conséquences de leurs activités en termes de conformité aux règles de bonne conduite et, de manière générale, à l'obligation de servir au mieux les intérêts des clients.

Dans le but d'assurer une bonne gouvernance d'entreprise, les instances dirigeantes ou, le cas échéant, l'instance de surveillance doivent, après avis du responsable de la conformité, approuver la conception des politiques et pratiques de rémunération.

Un personnel approprié doit se charger de la mise en œuvre de ces politiques et pratiques de rémunération. Les instances dirigeantes doivent porter la responsabilité de la mise en œuvre des politiques et pratiques de rémunération ainsi que de la prévention et de la gestion de tout risque lié qui pourrait résulter des politiques et pratiques de rémunération. S'agissant des nouveaux produits, les établissements s'assureront que les mesures organisationnelles adoptées lors du lancement de nouveaux produits ou services prennent

en considération de manière adéquate leurs politiques et pratiques de rémunération et prennent en compte les risques potentiels générés par ces produits ou services. Avant le lancement d'un nouveau produit, les PSI devront vérifier que le schéma de rémunération lié à la distribution de ce produit est conforme à leurs politiques et pratiques de rémunération et qu'ainsi, il ne pose pas de risque en matière de règles de bonne conduite ou de conflit d'intérêts. Les PSI devront documenter leurs diligences à ce sujet.

Les politiques et pratiques de rémunération doivent être consignées par écrit et être régulièrement mises à jour.

Pour les critères d'appréciation de la part des rémunérations variables, l'AMF considère de manière générale que plus une rémunération variable est élevée, plus elle est porteuse de risques de conflits d'intérêts. À l'inverse, une part de rémunération variable plus faible est moins susceptible d'être analysée comme étant à l'origine de conflits d'intérêts. En conséquence, il est nécessaire que les politiques et pratiques de rémunération garantissent que le rapport entre les parts fixes et les parts variables de la rémunération est approprié au regard de l'obligation de servir au mieux les intérêts des clients. Les politiques et pratiques de rémunération devant prendre en compte tous les facteurs pertinents, il convient de prendre en considération les trois facteurs suivants en vue de la détermination de la part de rémunération variable :

- les fonctions exercées par la personne concernée ;
- le type de produits offerts ;
- les méthodes de distribution des produits.

Les critères d'évaluation des performances en vue de déterminer le montant des rémunérations variables sont de deux ordres :

- critères quantitatifs : aux fins de la présente position, principalement les données chiffrées ou financières utilisées pour déterminer la rémunération d'une personne concernée (par exemple, la valeur des instruments qu'elle a vendus, le volume des ventes qu'elle a réalisées, des objectifs de vente ou d'apport de nouveaux clients, etc.) ;

- critères qualitatifs : aux fins de la présente position, principalement les critères autres que les critères quantitatifs. Il peut aussi s'agir de données chiffrées ou financières utilisées pour évaluer la qualité des performances de la personne concernée et/ou la qualité du service offert à la clientèle comme, par exemple, le rendement des investissements des clients, un très faible nombre de réclamations sur une période longue, etc.

Il convient ainsi de respecter les prescriptions suivantes :

- éviter de lier une rémunération variable trop importante à un produit spécifique et, plus généralement, éviter les écarts significatifs entre les rémunérations liées aux différents produits. Les rémunérations à l'acte, l'indexation de la rémunération et/ou de l'atteinte d'objectifs, sur un seul produit sont proscrites. L'assiette sur laquelle sont assis les calculs de rémunération voire les résultats de challenges ou d'objectifs doit être suffisamment large pour permettre le respect de l'intérêt du client ;

- éviter de fonder entièrement une rémunération

variable sur des critères quantitatifs et, en particulier, sur des seules considérations de volumes de ventes. Le seul volume de vente n'est pas un critère acceptable. Il doit s'accompagner soit de conditions de conformité des ventes, soit de critères qualitatifs des ventes prises en compte (adéquations aux besoins du client) ;

– privilégier des critères qualitatifs qui encouragent les personnes concernées à agir dans l'intérêt des clients (par exemple : respect des exigences réglementaires, conformité aux procédures internes, satisfaction des clients...).

La rémunération du personnel des fonctions de contrôle doit être indépendante des performances réalisées par les secteurs d'activités contrôlés.

L'AMF cite plusieurs exemples de bonnes pratiques comme l'attribution de la part variable de la rémunération calculée et attribuée sur une base linéaire de préférence au principe du « tout ou rien » en fonction d'un objectif à atteindre. Le PSI peut également décider de payer la rémunération variable par tranches réparties sur un laps de temps approprié afin de la corriger en fonction des résultats à long terme.

D'autres exemples sont cités, parmi lesquels nous retiendrons celui relatif aux critères utilisés dans le calcul de la rémunération variable des collaborateurs qui doivent être identiques pour tous les produits vendus et comprendre des critères qualitatifs.

Des dispositions spécifiques de la position concernent les contrôles de la conformité des politiques et pratiques de rémunération.

Les PSI doivent prévoir des contrôles adéquats en vue de veiller à la conformité de leurs politiques et pratiques de rémunération. Ces contrôles doivent comporter une évaluation de la qualité des services fournis aux clients, laquelle pourra notamment être faite au moyen d'une surveillance de la vente par téléphone, ou d'une vérification par échantillonnage de l'adéquation des conseils fournis et des portefeuilles des clients. En outre, des lignes de reporting doivent être mises en place afin de faire remonter les risques de non-conformité aux règles de bonne conduite et de conflits d'intérêts. Les politiques et pratiques de rémunération doivent être réexaminées régulièrement.

Les personnes concernées doivent être informées, au préalable et de façon claire, des critères qui seront utilisés pour déterminer le montant (ainsi que les conditions et éventuelles causes de pénalités) de leurs rémunérations variables.

Elles seront aussi informées au préalable des étapes et du calendrier prévu pour l'évaluation de leurs performances. Dans tous les cas, l'évaluation des performances des personnes concernées en vue de fixer leurs rémunérations variables prendra en compte la conformité aux règles de bonne conduite et à l'obligation de servir au mieux les intérêts des clients. Les critères choisis et utilisés par le PSI pour déterminer le montant des rémunérations doivent être compréhensibles et accessibles aux collaborateurs concernés, au RCSI et aux équipes en charge du dispositif, afin d'identifier correctement le risque de préjudice pour le client.

J.-P. B.

2. Guide relatif à l'analyse financière

L'AMF a publié le 3 décembre 2013 un guide relatif à l'analyse financière dont l'intérêt n'échappera pas aux praticiens. L'on sait, en effet, que les diverses dispositions relatives à l'analyse financière sont dispersées au sein du RG AMF, ce qui ne permet pas de les identifier aisément et les rend peu lisibles, ce qui rend ce guide indispensable.

Ce document de synthèse a pour objet de préciser les attentes du Régulateur, clairement exprimées sous forme de recommandations ou de positions, en rappelant les principaux textes régissant l'analyse financière.

Conçu sous forme de guide, son contenu est clairement exprimé sous une forme pédagogique qui devrait en faire un outil utilisé aisément par les professionnels. C'est ainsi que le tableau, déployé sur quatre pages, qui détaille les obligations des PSI européens au regard de la réglementation française qui exercent une activité de production et/ou de diffusion d'analyse financière en France, sera particulièrement apprécié. Nous renvoyons les lecteurs à l'analyse de ce tableau qui répond simplement et efficacement aux nombreuses questions que suscite l'exercice de cette activité au caractère transnational.

Ce guide rappelle que l'analyse financière constitue une sous-catégorie des recommandations d'investissement dites recommandations d'investissement à caractère général qui doivent être distinguées des communications à caractère promotionnel. Ces dernières devant faire l'objet d'une mention spécifique en « gros caractères » en début de document. Pour pouvoir être considérée comme une analyse financière ou une recherche en investissement, une recommandation d'investissement à caractère général doit respecter les règles visant à préserver son indépendance posées aux articles 313-26 et 313-27 du RG AMF. Il est également précisé que le terme « titres cotés » est utilisé dans le guide pour qualifier les instruments financiers admis sur un marché réglementé d'un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen. Ce terme sera donc étendu aux titres cotés sur un système multilatéral de négociation marchés lorsque le règlement général de l'AMF sera modifié en conséquence de l'adoption du futur règlement Abus de marché.

Le périmètre d'application de ce guide concerne les analystes crédit qui se sont en effet développés ces dernières années. Les analystes visés par cette extension du champ d'application de la réglementation AMF sont les analystes crédit (encore baptisés « fixed income » qui émettent des opinions sur la qualité et le prix des instruments financiers de dette cotés. Ils ne confondent pas avec les analystes « risque-crédit », en général logé au sein des directions des risques, qui estiment le risque de contrepartie supporté par les établissements.

Les analystes quantitatifs lorsqu'ils diffusent des recommandations portant sur les titres de capital ou de créance (arbitrage entre valeurs d'un même secteur par exemple) entrent également dans le champ de ce guide. Notons que les analystes quantitatifs sont soumis à ce dispositif en raison de leur activité – la diffusion d'analyse – et non en raison de leur titre ou qualification qui demeure très hétérogène selon les établissements.

Pour les stratégestes et économistes dont l'activité côtoie