

A large graphic on the left side of the slide consists of a thick purple square frame. The bottom-right corner of this frame is cut off and replaced by a smaller, hatched square shape that extends downwards and to the right.

## SEMINAIRE EIFR

# RÉGLEMENTATION ET FINANCEMENT DE MARCHÉ : ENCORE DES DÉFIS?

23 mars 2018

A small, solid grey square graphic located in the bottom-left corner of the slide.

**François-Régis BENOIS**

Direction de la régulation et des affaires internationales

# Plan de l'intervention

- ↳ **L'après crise de 2008 : une vague inédite de réglementation**
- ↳ **Les initiatives nationales : entre souplesse et nouvelles contraintes consolidant un droit de la conformité**
- ↳ **L'UMC pour une réglementation plus propice au financement**

# LES ACQUIS DE LA RÈGLEMENTATION POST-CRISE

Séminaire EIFR

1

# Pourquoi et comment réguler?

## Pourquoi réguler?

- ❑ Les marchés et transactions sont porteurs de certains risques : systémique (taille, interconnection), volatilité, fraude, asymétries d'information, rumeurs, blanchiment, biais cognitifs... Crise financière et *hubris*
- ❑ Risques nombreux et plus complexes => pression vers davantage de conformité, y compris des acteurs non réglementés
- ❑ L'information est essentielle aux intervenants mais sujette à manipulation => nécessité de fiabilité
- ❑ L'information a un effet disciplinaire et permet de prévenir des comportements déviants : prise de contrôle rampante, conflits d'intérêts, abus de marché...
- ❑ Risques : repoussoir administratif, déresponsabilisation, incohérences, court-termisme, perte des finalités

## Comment réguler?

- ❑ Régulation *ex ante* / *ex post* ; droit dur / droit souple ; principes vs règles précises
- ❑ Réglementer l'information, établir des « *checks and balances* », miser sur l'éthique, réguler par la sanction?
- ❑ Ecueils à éviter : arbitrage et *forum shopping*, capture du régulateur, disproportion, formalisme et « *tick the box* »

# Après la crise, un « tour de vis » réglementaire

## Prise de conscience des failles et échecs de la régulation

- ❑ Produits ou acteurs non régulés (agences de notation, dérivés, titrisation, *hedge funds*...)
- ❑ Biais comportementaux et mauvaises incitations, aléa moral, asymétries d'information
- ❑ Approche de la régulation en silo, normes comptables et prudentielles procycliques
- ❑ Complexité et risque systémique, interconnexions, faible traçabilité

## Programme de réglementation « tous azimuts »

- ❑ Architecture de supervision : FSB, ESRB, agences européennes, réformes nationales
- ❑ Acteurs : agences de notation, auditeurs, banques, émetteurs, chambres de compensation, dépositaires, bourses...
- ❑ Produits : titrisation, fonds alternatifs, OPCVM, produits packagés
- ❑ Comportements : ventes à découvert, abus de marché, commercialisation, prise de risque des banques

## Axes principaux : transparence, limitation des conflits d'intérêts, mesure et calibrage du risque

# Encadrement des agences de notation

**OICV plutôt précurseur : code de conduite 2004, révisé en 2015**

**Législation européenne. Règlement de septembre 2009 (CRA 1)**

- Règles d'organisation des CRAs, revue de la qualité, publication des modèles et méthodologies, pas de service de conseil par la même entité
- Agrément obligatoire de toute entité européenne, régimes d'équivalence (agences) et d'endossement (notations)

**Révision par CRA 2 en mai 2011 : transfert à l'ESMA de la compétence d'enregistrement et supervision**

**Nouveau règlement CRA 3 mai 2013**

- Nouvelles règles sur les conflits d'intérêts (actionnariat)
- Réduction de la dépendance mécanique aux notations (recherche d'alternatives), incitation au recours aux petites agences
- Règles spécifiques pour les notations souveraines (calendrier, heure de publication, accès aux documents) et de la titrisation
- Régime spécifique de responsabilité civile en cas d'infraction intentionnelle ou négligence grave

**Nombreux actes délégués sur la plateforme *European Rating Platform*, les structures de frais, la méthodologie...  
Enjeu actuel du « *hard* » Brexit**

# Directive Transparence révisée (oct. 2013)

## Allègements de certaines obligations

- Suppression de l'obligation de produire une information financière trimestrielle
- Extension de 2 à 3 mois du délai de publication des rapports financiers semestriels, pour renforcer la visibilité des PME

## Nouvelles obligations et précisions

- Extension du régime de notification des participations aux instruments ayant un effet économique similaire à la détention d'actions
- Augmentation de 5 à 10 ans de la durée d'archivage des rapports financiers, format unique de *reporting* (iXBRL)
- Nouveau rapport annuel sur les paiements aux gouvernements (> 100k€ par projet) dans les industries extractives
- Harmonisation et précisions (quantum, publication, critères de détermination...) sur le régime de sanction

**Règlement délégué du 17 décembre 2014 : précisions sur les notifications de participations importantes (agrégation des détentions, référence à un panier ou indice, modalités de calcul du delta...)**

**Transposition complexe en deux étapes fin 2014 et fin 2015 (loi, ordonnance, RG)**

# Révision du régime de l'audit (avril 2014)

## Directive (tous audits) et règlement (spécifiquement EIP) du 16 avril 2014. Principales dispositions :

- Renforcement de l'encadrement des CACs : agrément, éthique et indépendance, règles de rotation (10/16/24 ans)...
- Liste des « services autres que de commissariat aux comptes » (SACC) interdits et plafonnement de ces services
- Contenu du rapport d'audit, du rapport complémentaire destiné au comité d'audit, du rapport annuel de transparence du CAC
- Renouvellement des exigences relatives au comité d'audit (dispense de constitution, composition, compétences, missions)
- Renforcement des pouvoirs du régulateur, en France le Haut conseil du commissariat aux comptes (H3C)

## Focus sur le comité d'audit des EIP

- Exemptions spécifiques : PME, certaines filiales, véhicules de gestion (OPCVM, FIA, titrisation ), certaines banques non cotées
- Composition : majorité de membres indépendants, au moins un membre compétent en matière d'audit
- Missions
  - Communication au CA ou CS d'informations et explications sur le contrôle légal
  - Suivi du processus d'information financière, de l'efficacité des systèmes de contrôle interne, de l'exécution des contrôles légaux des états financiers
  - Examen et suivi de l'indépendance des auditeurs (en particulier SNA), procédure de sélection sur appel d'offres, recommandation au conseil



# Directive sur l'information non-financière (oct. 2014)

## Proposition Commission le 16 avril 2013, publication en octobre 2014 (directive 2014/95/UE). Deux volets

- ❑ Modifie la directive “comptable” 2013/34/UE en complétant le dispositif d'information annuelle (// rapport de gestion)
- ❑ Champ : grandes entités d'intérêt public (dont sociétés cotées) de +500 salariés, exemption possible pour les filiales consolidées

## Déclaration non-financière comportant des informations au moins sur les questions environnementales, sociales et de personnel, de respect des droits de l'homme et de lutte contre la corruption

- ❑ Description du modèle commercial, politiques appliquées, *due diligences*, résultats, principaux risques, indicateurs clefs de performance (mais pas de liste précise d'items)
- ❑ Principe « appliquer ou expliquer » lorsque la société n'applique pas de politique concernant l'une ou plusieurs de ces questions
- ❑ Vérification de complétude par le CAC
- ❑ Lignes directrices non contraignantes (mais assez détaillées) de la Commission en juin 2017

## Déclaration sur la diversité des administrateurs au sein du conseil

- ❑ Champ : les seules grandes EIP cotées
- ❑ Complément à la déclaration de gouvernement d'entreprise sur la diversité selon des critères tels que âge, genre, qualification, expérience pro
- ❑ Description des politiques, objectifs, modalités de mise en œuvre, résultats Principe « appliquer ou expliquer »

# Dispositif sur l'abus de marché (MAR 2014)

## Les principes n'évoluent pas

- Définition de l'information privilégiée, publication immédiate, 3 conditions de différé (précisées par l'ESMA)
- Initiés permanents et occasionnels, déclarations des transactions des dirigeants et leurs proches (seuil relevé à 20 k€), fenêtres d'abstention

## Mais un plus grand formalisme source de nouvelles contraintes pour les émetteurs et leurs conseils

- Extension de MAR à tous les marchés et à de nouveaux modes opératoires (manipulations croisées...)
- Listes d'initiés horodatées, information précise des initiés
- Obligation de déclarer à l'AMF les IP dont la diffusion a été retardée, mais justifications uniquement sur demande
- Sanctions plus lourdes et plus précises (approche commune à l'ensemble des textes européens)
- Consécration du principe *ne bis in idem* => importantes conséquences procédurales en France
- Critères plus stricts pour les contrats de liquidité, appréciés par l'ESMA
- Régime des sondages de marché et question de l'application aux Euro PP

# Conditions de différé de publication d'une IP

## 3 CONDITIONS CUMULATIVES A RESPECTER POUR DIFFERER LA PUBLICATION D'UNE IP

- La publication immédiate est susceptible de porter atteinte aux intérêts légitimes de l'émetteur
- Le retard de publication n'est pas susceptible d'induire en erreur le public
- L'émetteur est en mesure d'assurer la confidentialité de l'IP

### Exemples d'intérêts légitimes (liste non limitative de l'ESMA)

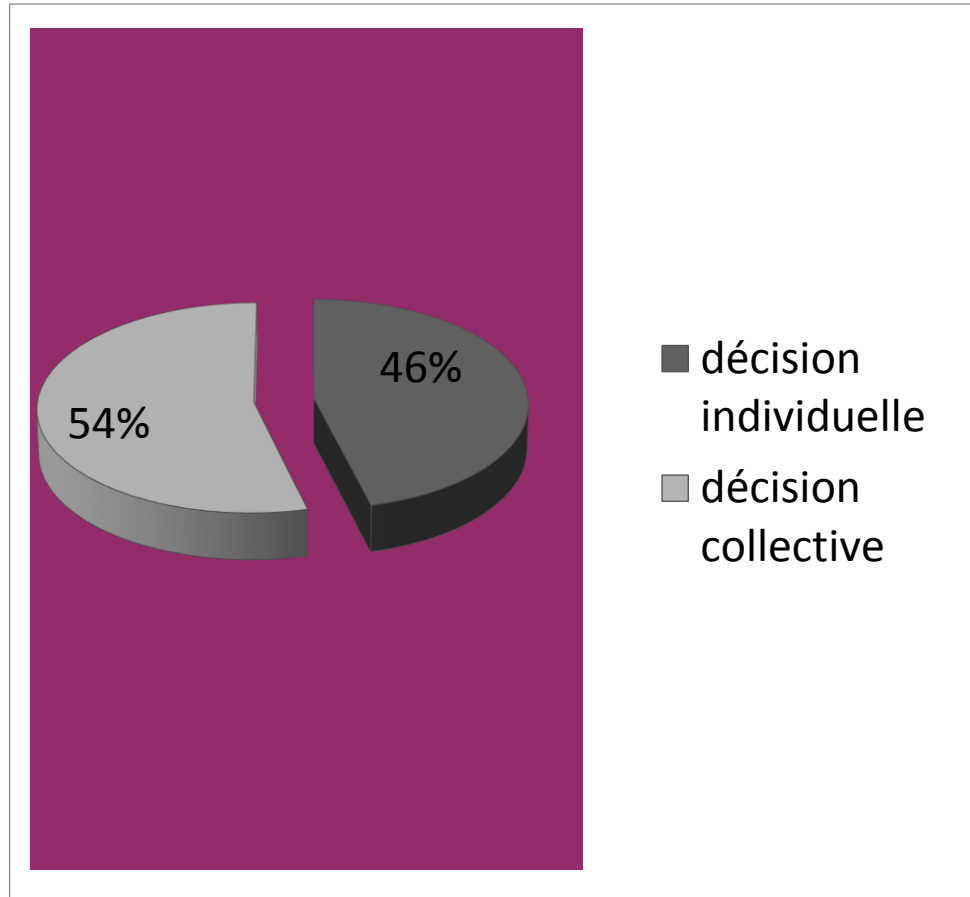
- Négociations en cours
- Risques sur la viabilité financière
- Décision en cours devant être validée par un organe complémentaire
- Publication immédiate portant atteinte aux droits de propriété intellectuelle
- Projet de cession ou d'acquisition dont la publication est susceptible de perturber la mise en œuvre
- Approbation attendue d'une autorité publique avec des exigences dont la publication peut détériorer la capacité de l'émetteur à les respecter, et en conséquence, est susceptible d'empêcher l'achèvement de l'opération

### Ne pas risquer d'induire le public en erreur (liste non limitative de l'ESMA)

- Informations sensiblement différentes d'annonces publiques antérieures sur le même sujet
- Informations sur le fait que des objectifs financiers publiés ne seront probablement pas atteints
- Informations contraires aux attentes du marché

Les émetteurs doivent **déclarer à l'AMF, au moment de leur publication**, les informations privilégiées dont la publication a été différée

# Qui prend la responsabilité de différer une IP?

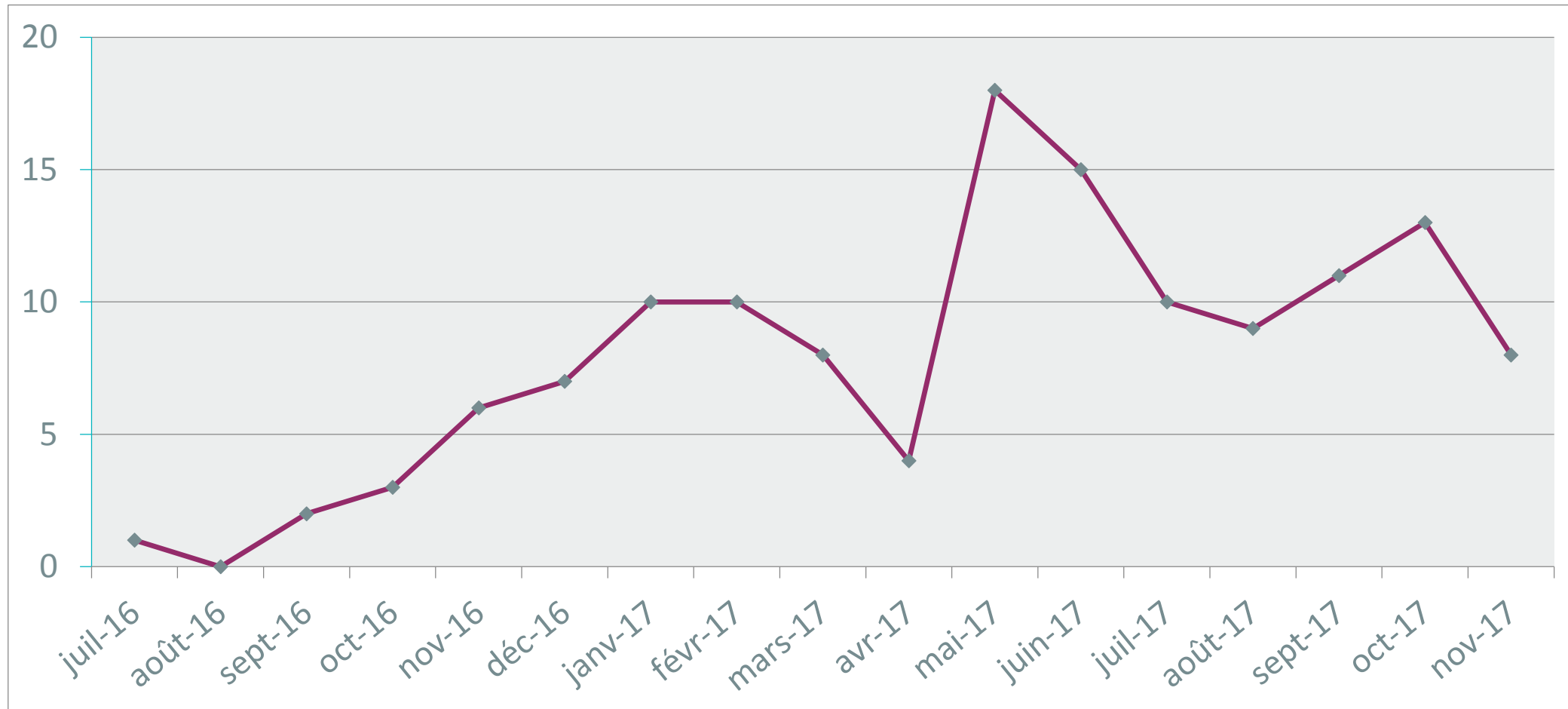


Les décisions individuelles sont prises par le PDG ou le DG dans la plupart des cas

Les décisions collectives sont prises le plus souvent par un comité : relations investisseurs + directeur juridique + directeur financier, mais aussi parfois directement par le conseil

Certaines décisions collectives sont documentées d'un mémorandum justifiant du différé

# Nombre de déclarations de différé d'IP



# Éléments de réflexion sur ces chiffres

## Un nombre de déclarations qui semble inférieur à ce que l'on pourrait attendre

### Le nombre des déclarants

- 135 déclarations effectuées par 82 déclarants
- Dont 17 déclarations effectuées par 9 biotechs

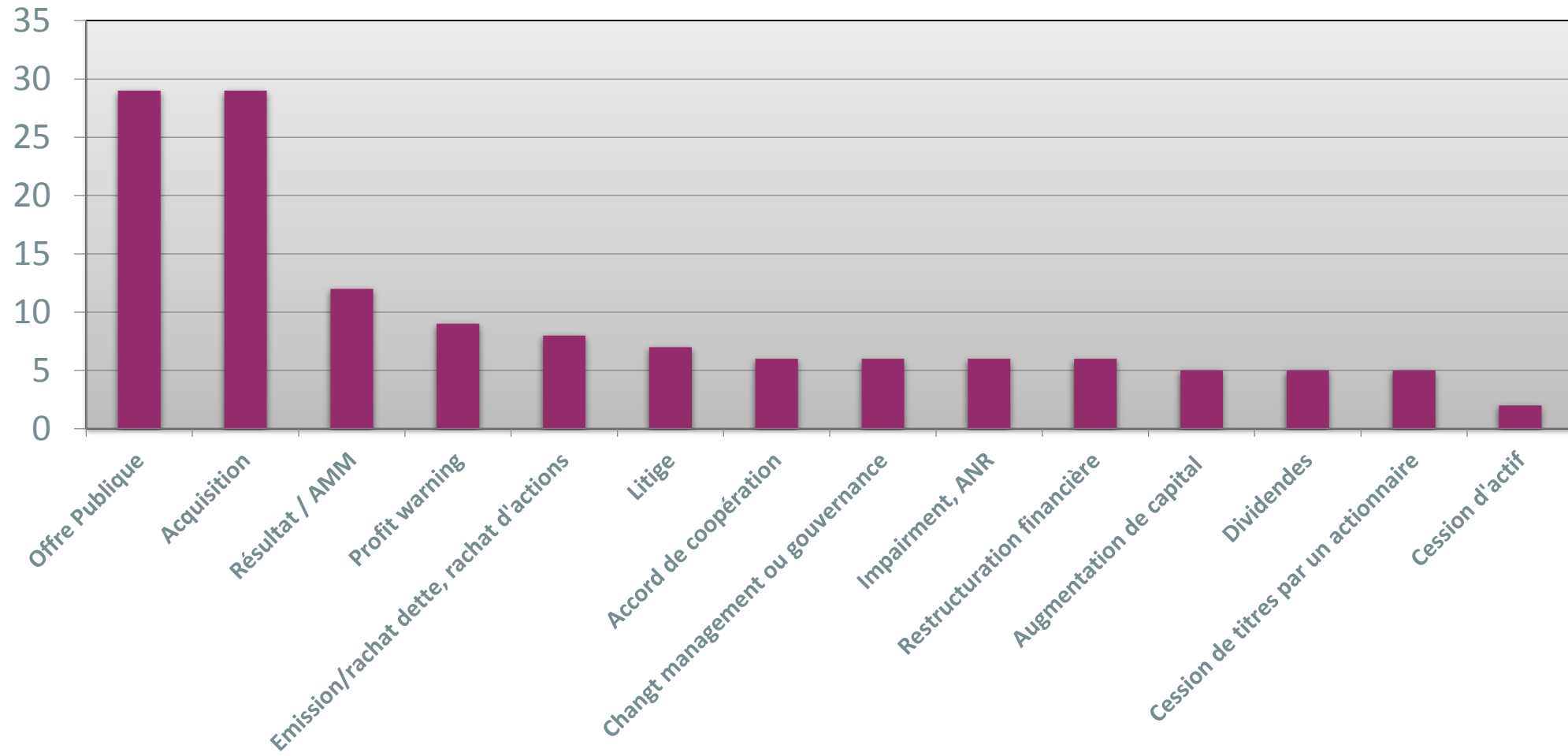
### Proportion des opérations sur lesquelles un différé est fréquent

- Offres publiques (dans la plupart des cas, l'information est différée)
  - 29 déclarations concernant 12 offres publiques
  - 59 offres publiques sur la période
- Augmentations de capital (sauf pré-annonce, l'information est différée)
  - 5 déclarations
  - 66 augmentations de capital sur la période
- **Dans ces opérations, l'information de nature précise, et donc l'information privilégiée existe avant la détermination du prix**

### Proportion du nombre de communiqués

- 1% des communiqués (hors communiqués sur résultats)
- Une proportion très inférieure à celle constatée par d'autres régulateurs en Europe

# Nature des informations privilégiées



## Commentaires sur le contenu des informations différées

### La possible incidence sur le cours peut être mise en question

- Dividendes et acomptes sur dividendes dans le cadre d'une politique de distribution récurrente et transparente
- Emissions de dettes dans le cas de refinancements usuels
  - Pas de déclaration à faire dans ces cas-là en général
  - Mais très peu de déclarations reçues sur des plans stratégiques. L'IP n'est pas seulement susceptible d'influer sur le cours à raison de **critères quantitatifs** ; ne pas oublier les **critères qualitatifs** : stratégie, gouvernance et RSE, qui peuvent être pris en compte par les investisseurs

### Le différé n'est possible qu'à condition de ne pas risquer d'induire en erreur le public

- Pas de différé possible pour les *profit warnings*
- Lorsqu'on diffère une mauvaise nouvelle (litige, mauvais résultats dans le cadre d'une AMM...), attention à ne pas annoncer que de bonnes nouvelles pendant le différé
- Même en l'absence de guidance donnée au marché, rester attentif aux attentes du marché

### Une pratique qui semble adaptée concernant la publication des comptes

- Pas de déclaration de différé systématique : les comptes peuvent comporter, ou non, de l'IP
- Lorsque les comptes comportent des éléments exceptionnels : *impairments* significatifs, provision pour litiges significative, déclaration de différé (si pas de communication spécifique en amont de la publication des comptes)



# Révision de la directive Droits des actionnaires (mai 2017)

## Contexte

- Directive originelle de juillet 2007 (harmonisation minimale)
- Plan d'action Commission sur le gouvernement d'entreprise et le droit des sociétés (déc. 2012)
- Avril 2014 proposition de révision directive + recommandation Commission sur le principe « appliquer ou expliquer »

## Principales dispositions

- Identification des actionnaires et procédures de communication d'informations pour faciliter l'exercice de leurs droits
- Transparence gestionnaires et investisseurs institutionnels sur leurs politiques d'engagement, de vote et d'investissement
- Encadrement des *proxy advisors* : information (méthodologie, conflits d'intérêts...) et référence à un code de conduite
- Transparence sur les rémunérations et double « *say on pay* » :
  - Vote contraignant *ex ante* sur la politique de rémunération, au moins tous les 4 ans et en cas de changement significatif. Option nationale pour un vote consultatif
  - Vote consultatif sur le rapport annuel (contenu détaillé). Option nationale pour les PME : simple discussion en AG
- Transparence et contrôle des transactions significatives avec les parties liées (≈ conventions réglementées)

# MiFID 2 : principales mesures

## Extension de la transparence

- Nouveau régime pour les instruments non-actions (obligations, dérivés, produits structurés, quotas CO<sub>2</sub>) liquides, 4 dérogations précisées à la transparence *pre-trade* sur actions, plafonnement de 2 exemptions applicables aux *dark pools*
- Encadrement du *business model* de la recherche
- Régime global pour le trading sur dérivés de matières 1<sup>ères</sup> : reporting, limites de position par contrat
- Protection des investisseurs : renforcement de l'information et de la prévention des conflits d'intérêts, gouvernance produit, transparence des frais

## Infrastructures de négociation

- Principe de négociation sur une plateforme transparente pour les actions => OTC « par exception » dans certains cas
- Obligation de négociation sur une plateforme pour les dérivés liquides et compensés, définition plus précise de l'internalisation systématique, nouvelle catégorie de plateforme (OTF) pour les instruments non-actions
- Label spécifique pour les MTFs dédiés aux PME (SME GM)
- Encadrement des pas de cotation et du trading algorithmique et haute fréquence
- Plus grande harmonisation des sanctions

# Travaux de l'ESMA

## Instances sur les travaux émetteurs

- Corporate Finance SC (présidence française), Corporate Reporting SC et leurs groupes consultatifs
- Nombreux groupes qui en relèvent : groupe opérationnel Prospectus, gouvernance, convergence IFRS, information périodique, ...

## Travaux de niveau 2

- Prospectus 2, Prospectus 3 (en cours), Omnibus 2, transparence des participations importantes
- RTS sur le format électronique de reporting périodique et le point d'accès unique

## Niveau 3

- *Guidelines* APMs, Q&As (Prospectus, Transparence), déclarations et opinions (priorités en matière comptable)

## Convergence de supervision

- Revue par les pairs (2011 et 2015), *supervisory briefings* (public ou non), formations, études (responsabilité du prospectus)

## Travaux prospectifs et analytiques sur la gouvernance

- Auto-régulation des agences de conseil en vote, transparence des rémunérations (cartographie non publique), chaîne d'investissement



# LES NOUVELLES DISPOSITIONS NATIONALES

Séminaire EIFR



2

# Opérations de marché – Statistiques 2016

## **398 visas sur opérations financières (411 en 2015), soit :**

- 17 visas d'introductions en bourse (9 Euronext et 8 Alternext) vs 39 en 2015
- 157 visas pour des opérations sur titres de créance (187 en 2015) dont 91 EMTN et certificats
- 185 sur titres de capital et donnant accès au capital (151 en 2015)
- 39 visas d'offres publiques (34 en 2015) dont 27 OPA, 1 OPE, 1 OPR, 8 OPR-RO

## **203 visas de suppléments et notes en réponse (226 en 2015)**

## **468 publications de RFA prévues, 2 non effectuées**

# Loi « Florange » (mars 2014)

## Dispositions sur les OPA

- Seuil de caducité obligatoire à 50% du capital ou droits de vote pour les offres de prise de contrôle
- Seuil “d’excès de vitesse” abaissé de 2% à 1% sur 12 mois consécutifs
- Renforcement du rôle consultatif du comité d’entreprise
  - Procédure d’information-consultation du CE, qui peut se faire assister d’un expert-comptable. Recours en référé, prolongation si difficulté particulière d’accès aux informations
  - Clause de rendez-vous avec le CE sur les intentions et engagements formulés à 6,12 et 24 mois après l’offre
- Inversion de l’équilibre de 2006 : fin du principe de neutralité du conseil, possibilité individuelle d’opter pour la neutralité
- Relèvement de 10 à 30% du plafond d’attribution d’actions gratuites aux salariés

## Extension du régime des droits de vote double pour promouvoir l’actionnariat à long terme

- Attribution automatique après 2 ans de détention au nominatif, sauf disposition contraire des statuts
- Disposition d’autant plus contestée par les investisseurs qu’elle tendait à avantager l’Etat actionnaire

# Information non-financière

## Loi NRE 2001 : publication (sociétés cotées) d'informations sociales et environnementales dans le rapport de gestion

### Dispositif « Grenelle 2 » (loi juillet 2010, décret avril 2012), complété par la loi « Warsmann IV » (2012)

- ❑ Champ d'application : toutes les entreprises > 500 salariés
- ❑ Bilan des émissions de carbone et 2 listes différenciées d'items à publier (sociétés cotées ou non), principe « appliquer ou expliquer »
- ❑ Dispense de rapport pour les filiales dont la mère établit un rapport consolidé, comparabilité des données sur 2 ans
- ❑ Attestation de présence et avis motivé de sincérité par un OTI (en général le CAC)

### Article 173 de la loi sur la transition énergétique (août 2015), décrets de déc. 2015 et août 2016

- ❑ Extension du reporting gestion du Grenelle 2 aux investisseurs institutionnels
- ❑ Reporting émetteurs élargi aux risques financiers liés au changement climatique, engagements en faveur de l'économie circulaire, conséquences sur le changement climatique de l'activité de l'entreprise, postes significatifs d'émissions de GES (*scopes 1, 2 et 3*), mise en œuvre d'une stratégie bas-carbone, engagements en faveur de la lutte contre le gaspillage alimentaire

### Transposition de la directive sur l'information non financière (juillet 2017)

- ❑ Exemption des PME cotées, publication sur le site internet dans les 8 mois, clarification de l'information (nationale + européenne) à publier dans une déclaration de performance extra-financière

# Loi « Sapin 2 » (décembre 2016)

## Lutte contre la corruption et régime du lanceur d'alerte

- ❑ Création de l'Agence française anticorruption (≠ AAI, +70 personnes)
- ❑ Obligation de prévention et détection dans les sociétés > 500 personnes (cartographie des risques, code de conduite, alerte interne...)
- ❑ Régime du lanceur d'alerte : 3 niveaux de divulgation, mesures de protection, sanctions en cas de mauvaise foi

## Introduction de la convention judiciaire d'intérêt public, inspirée du *Deferred Prosecution Agreement*

### Simplification des formalités des sociétés par actions

- ❑ Ordonnance (mai 2017) rendant possible les AG dématérialisées dans les sociétés non cotées
- ❑ Simplification du dépôt au greffe (ordonnances juillet 2017) : réorganisation du rapport de gestion et du rapport du président, possibilité de dépôt du DR en substitution (avec table de concordance)

### Double *say on pay* contraignant (vote des actionnaires) pour les sociétés cotées

- ❑ *Ex ante* (dès 2017) sur les principes et critères de détermination de toutes les composantes
- ❑ *Ex post* (à partir de 2018) sur la rémunération due. En l'absence d'approbation, non-versement du variable

### Renforcement des pouvoirs de l'AMF : plafond de sanction en CA, extension de la transaction...



# Loi sur le devoir de vigilance (mars 2017)

**PPL très controversée faisant suite à un accident au Bangladesh en 2013, déposée en février 2015**

**Champ : toute société +5.000 salariés sur le territoire ou +10.000 dans le groupe mondial (filiales directes et indirectes). Applicable dès l'exercice 2017 (publications de 2018)**

**Obligation de mettre en place un plan de vigilance, publié dans le rapport de gestion**

- Mesures de vigilance raisonnable propres à identifier les risques et prévenir les atteintes graves :
  - Aux droits humains et libertés fondamentales, santé et sécurité des personnes, environnement
  - Résultant de l'activité de la société
- Le plan comprend cartographie des risques ; procédures d'évaluation des filiales, sous-traitants ou fournisseurs ; actions adaptées d'atténuation et prévention des risques ; mécanisme d'alerte et recueil des signalements ; dispositif de suivi

**Injonction sous astreinte possible après mise en demeure, sur recours**

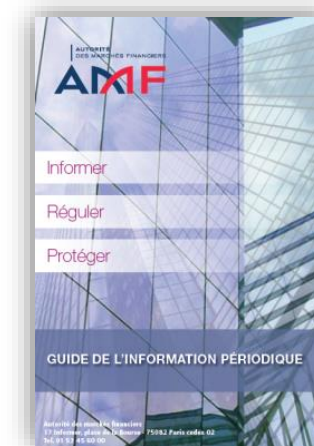
**Responsabilité civile engagée dans les conditions de droit commun (préjudice, causalité directe)**

**Censure CC : amende civile 10M€ max après mise en demeure infructueuse, majorée si responsabilité civile reconnue. Motifs d'incrimination jugés en effet insuffisamment précis**

# Contrôle de l'information périodique

## Principaux points d'attention

En octobre 2016, l'AMF a publié un guide de l'information périodique regroupant dans un seul document l'ensemble des obligations et recommandations existantes



**Ce document souligne les principaux points d'attention suivant pour les sociétés**

### CONTENU MINIMUM

- Rappels des informations minimales requises dans un communiqué de presse sur les résultats annuels

### INFORMATIONS CLES

- Stabilité dans le temps des indicateurs
- Des indicateurs devant porter sur les résultats, mais aussi le bilan et les flux de trésorerie
- Inclusions d'informations sur les risques, l'activité et la stratégie...
- Pas uniquement des données chiffrées, mais aussi des explications

### PUBLICATION DE L'INFORMATION

- Publication des informations de préférence en dehors des séances de bourse
- Publication des résultats le plus rapidement possible après la fin du conseil arrêtant les comptes
- Veiller à assurer en permanence l'égalité d'accès à l'information

### POINTS SPECIFIQUES

- Publication des présentations aux analystes
- APMs
- Modalités d'archivage de l'information
- Information périodique publiée sur les médias sociaux

# La communication sur les médias sociaux (1/2)

## Principaux enjeux

### Que dit la réglementation ?

La réglementation est muette sur la communication des informations périodiques et permanente sur les réseaux sociaux

Cela signifie que ce n'est pas interdit...

... mais que pour autant certaines règles continuent de s'appliquer

En 2015, l'AMF a publié des recommandations pour orienter les sociétés souhaitant communiquer sur les médias sociaux de l'information périodique et permanente

**Avoir un compte sur les réseaux sociaux est utile pour effectuer une veille active**

L'identification et sensibilisation des personnes pouvant communiquer au nom de la société (ex. dirigeants) / mise en place de chartes de bonnes pratiques...

**Communiquer sur les réseaux sociaux nécessite que la société se prépare**

Les réseaux sociaux se caractérisent par un nombre de caractère limité, mais l'information doit rester précise, exacte et sincère

**La société doit toujours garantir l'égalité d'accès des investisseurs à l'information**

Les médias sociaux étant interactifs, la société doit rester vigilante sur ce point, notamment lorsqu'elle commence à interagir avec les « *followers* »

**Communiquer uniquement une information sensible sur un média social ne vaut pas communication « effective et intégrale »**

Exemple de règles pour démentir une rumeur

# La communication sur les médias sociaux (2/2)

## Exemple sur le démenti d'une rumeur : bonnes pratiques

**Comment traiter une rumeur qui apparaît sur un média social ?**

**Lorsqu'une rumeur ne concerne qu'un seul média social et que le démenti ne constitue pas en lui-même une information privilégiée**

Il est possible de ne le diffuser que sur le seul média source de la rumeur sans le reprendre sous la forme d'un communiqué à diffusion effective et intégrale

**Si la rumeur s'est répandue sur différents médias ou si la réponse constitue une information privilégiée**

Si elle est décidée par la société, doit utiliser la voie du communiqué à diffusion effective et intégrale, sans être exclusive de réactions particulières sur les différents réseaux sociaux

# Gouvernance : de nombreuses évolutions

## Législation

- ❑ Conventions réglementés, cumul des mandats exécutifs, représentation des salariés, parité au conseil
- ❑ Ordonnance juillet 2017 : suppression du rapport du président, rapatriements dans le rapport de gestion et nouveau rapport du conseil

## Auto-régulation et codes de gouvernance

- ❑ Nombreuses révisions du code AFEP-MEDEF (2013, 2015, 2016), révision du code Middledenext (2016)
- ❑ Création du HCGE, instance d'*enforcement*. 1<sup>er</sup> *name and shame* en 2017

## Rapport annuel de l'AMF

- ❑ Appréciation exigeante des explications, *name and shame* depuis 2012
- ❑ Augmentation puis réduction (2016) du volume, probable recentrage en 2018

## Doctrine de l'AMF (recommandations et pistes de réflexion)

- ❑ Organisation du conseil : missions du président, administrateurs en relations d'affaires, administrateur référent, évaluation...
- ❑ Rémunérations : communication sur le *package* de départ, transparence sur la réalisation des objectifs, plafond clair de variable...
- ❑ Assemblées générales : rapport de 2012 (actualisation en 2015), position-recommandation sur les cessions d'actifs significatifs, rapport de la CC Epargnants de 2017 et nouveau groupe de travail (en cours)

# Initiatives sur le financement de l'économie

## Assouplissement des facultés de prêt

- Fonds de prêts à l'économie pour les assureurs (2013), 2016-2017 nouvelle faculté d'origination de prêts par certains fonds (OT, FPS, FPCI)
- 2016 réforme des TCN (nouvelle appellation NEU CP)
- Structuration du marché des EuroPP (charte, contrats types, recueil de meilleures pratiques)
- Création des organismes de financement spécialisés, plus exportables, et révision des OT

## Renforcer le financement de marché

- Création d'Enternext (2013), indépendance d'Euronext et noyau dur actionnarial
- Groupe de travail AMF sur les IPOs (fin 2014) : tranche *retail*, fourchette de prix, prospectus en anglais, analyses du syndicat bancaire...
- Modernisation du droit des valeurs mobilières complexes (2014) et des émissions obligataires (2017)
- Relèvement du seuil de prospectus d'offre à 8 M€, document simplifié sous le seuil

# Les axes du plan stratégique de l'AMF (1/2)

## Orientations à moyen terme et objectifs revus annuellement

### Enjeux

- Européen : bouleversement des équilibres lié au Brexit, repenser l'Europe financière, donner une réalité à l'UMC
- Technologique : questionnement du modèle réglementaire (*cf.* ICOs), apparition de nouveaux risques
- Réglementaire : accompagnement des acteurs (pédagogie, clarification, points de vigilance)

### Nouvelle vision européenne

- Priorités 2018 : soutenir le renforcement de l'ESMA, accroître l'implication de l'AMF au sein de l'ESMA, faire évoluer le régime des pays tiers, développer des propositions pour renforcer l'UMC à 27 dans les domaines de l'innovation et de la finance durable

### Clarifier le cadre réglementaire et œuvrer pour des normes de qualité

- Priorités 2018 : faire évoluer le rapport sur la gouvernance et la rémunération, mettre en place des ateliers techniques sur le règlement Abus de marché, renforcer la pédagogie auprès des PME-ETI et créer un forum d'échanges

# Les axes du plan stratégique de l'AMF (2/2)

## Repenser et renforcer la supervision

- Priorité 2018 : mise en place d'un examen *a posteriori* des documents commerciaux

## Régulateur ouvert aux nouvelles technologies et innovations

- Priorités 2018 : renforcement de la FIC, poursuivre les réflexions sur les ICOs et la *blockchain*

## Soutenir l'attractivité des marchés et de la place

- Priorité 2018 : accompagner et apporter des réponses innovantes aux propositions formulées dans le cadre du PACTE (ouverture du capital, entrées et sorties de bourse, actionnariat salarié...)

## Intégrer les enjeux de la finance durable dans les missions et l'activité de l'AMF

- Priorités 2018 : participer aux travaux européens et se doter d'une expertise technique dans les domaines RSE et ISR





Séminaire EIFR

# L'UMC POUR UNE RÈGLEMENTATION PLUS PROPICE AU FINANCEMENT

# Enjeux de régulation 10 ans après la crise

**Les marchés au service du financement de l'économie, objectif prioritaire de l'UMC**

## **Rationaliser l'approche de la finance durable**

- Mesurer l'impact sur le climat, financer la transition énergétique, structurer les objectifs des investisseurs...

## **Modèle de régulation : convergence et décentralisation, supervision unique, harmonisation?**

- Hétérogénéité des régimes pays tiers, convergence de supervision, renforcement des ESAs

## **Une gestion plus efficace des données**

- Abondance des reportings, fiabilité aléatoire et doublons, rôle de l'ESMA

## **Les conséquences du Brexit**

- Fin du passeport, compétition entre places, enjeux de relocalisation et de substance dans l'UE

## **Un nouveau paradigme technologique?**

- Essor de la *blockchain* et des ICOs, comment encadrer l'innovation sans la brider?

# L'Union des marchés de capitaux

**Livre vert mars 2015, centré sur la diversification du financement transfrontière dans un système financier stable**

**Plan d'action (33 mesures) septembre 2015. Parmi les objectifs :**

- Faciliter le recours des entreprises aux marchés de capitaux
- Renforcer l'investissement des particuliers et professionnels, atténuer les barrières transfrontières

**Septembre 2016 communication en vue d'accélérer la réforme**

- Finaliser les premières mesures (Prospectus, Titrisation...)
- Accélérer la prochaine étape (texte sur la restructuration préventive, biais fiscal capital-dette, investissement dans les infrastructures et PME...)
- Développer de nouvelles priorités (stratégie sur le financement durable, fonds européen de retraite...)

**2017 revue à mi-parcours : consultation publique (T1) et nouvelles propositions (juin) avec 9 actions prioritaires**

## Contexte

- Motivations : poursuivre la CMU, accélérer la convergence de supervision, opportunité avec le Brexit, revue déjà envisagée par le rapport Larosière
- 4 thèmes : pouvoirs, gouvernance, architecture de supervision, financement
- Financement : 40 % budget UE + 60 % autorités nationales compétentes, sauf ESMA

## Contenu pour l'ESMA

- Renforcement des pouvoirs en matière de convergence de supervision : revues indépendantes sans les NCAs, process renforcé d'établissement des *guidelines* et recommandations, plan stratégique de supervision sur 3 ans
- Renforcement de la gouvernance : remplacement du Management Board par un Executive Board comprenant 6 membres permanents et aux pouvoirs renforcés, dont un membre chargé des missions administratives / gestion
- Révision de la structure de financement : augmenter le financement par l'industrie sous supervision directe et indirecte, contribution d'équilibre (jusqu'à 40%) par le budget de l'UE
- Extension des pouvoirs d'agrément et supervision directe : CCPs « Tier 2 », fournisseurs de services de communication de données MIF2, administrateurs d'indices critiques, certains fonds (EuVECA, EuSEF, ELTIF), certains prospectus (dette sur compartiment dédié, ABS, émetteurs tiers, émetteurs spécialisés)

# Règlement Titrisation (décembre 2017)

**Révision de CRR et Solvabilité 2 pour rendre le traitement en capital plus sensible au risque réel**

## **Règlement titrisation et STS applicable à toutes les titrisations**

- Mix des approches directe et indirecte => *due diligences* obligatoires des investisseurs
- Nouveau référentiel de données (analogue aux TR), soumis à agrément de l'ESMA

## **Régime spécifique de titrisation « simple, transparente et standardisée » (STS)**

- 21 critères à remplir, titrisation synthétique exclue
- Label exclusivement européen, pas d'équivalence des titrisations de pays tiers
- Exigences spécifiques pour la titrisation à court terme (ABCP)
- Auto-certification, mais certification externe indépendante possible
- Responsabilité conjointe initiateur, sponsor et véhicule pour fournir l'information adéquate
- Sanctions si une titrisation déclarée STS ne remplit pas un ou plusieurs critères

# Révision de la directive Prospectus (1/2)

Volet important de l'UMC : proposition COM déc. 2015, adoption finale avril 2017, publication juin 2017

## Constat des déficiences du régime actuel

- Prospectus trop longs, indigestes, juridiques, coûteux pour les PME
- Résumé devenu un « mini-prospectus », n'est plus lu du *retail*
- Améliorer l'articulation avec les autres régimes européens (Transparence, PRIIPs, MIF...)

## Principales dispositions

- Nouveaux seuils et exemptions, dont :
  - Régime national entre 1 et 8M€
  - Exemption pour admission avec dilution < 20% (au lieu de 10% aujourd'hui) et clause anti-abus
- Nouveau critère de prospectus obligatoire « *wholesale* » allégé : outre nominal > 100k€, offre adressée exclusivement à des investisseurs professionnels sans revente possible au *retail*
- *Universal registration document*, très inspiré du DR français (dont « *fast-track* »), revue *ex post* après 2 dépôts consécutifs
- Résumé plus court : 7 pages (extensions possibles), 15 facteurs de risque, possibilité d'intégrer le KID PRIIPs

# Révision de la directive Prospectus (2/2)

## Principales dispositions (suite)

- Nouvelle approche des facteurs de risque : évaluation de la matérialité, catégorisation, les plus importants en 1<sup>er</sup>
- Prospectus allégé pour les émissions secondaires, tenant compte de l'information déjà publiée
- Prospectus européen de croissance pour les PME non cotées sur un marché réglementé
- Compétence de principe de l'Etat-membre d'accueil pour le contrôle de la document commerciale transfrontière
- Elargissement de l'incorporation par référence (rapport sur les rémunérations, évaluations d'experts, statuts...)

## Travaux de niveau 2 à l'ESMA

- Avis technique en cours d'approbation sur les critères d'approbation et procédures de revue, le contenu du prospectus (dont émissions secondaires et URD), le prospectus des PME
- 2<sup>nd</sup> avis technique en cours d'élaboration sur le document d'exemption pour les OPE et fusions
- Projet de RTS sur les indicateurs clefs du résumé, les suppléments, la documentation commerciale...
- *Guidelines* sur les facteurs de risque (en cours)

# Plan d'action sur la finance durable

## Urgence d'une mobilisation des acteurs financiers

- Initiatives fortes : adoption des 17 Objectifs de développement durable des Nations Unies (sep. 2015), discours de M. Carney, président du FSB, « *The tragedy of the horizon* » (sept. 2015) et signature de l'Accord de Paris (déc. 2015)
- Engagement de l'UE de réduire de 40% les émissions de CO<sub>2</sub> dans tous les secteurs d'ici 2030 , soit des besoins d'investissements additionnels estimés à 180 Mds €

## Plan d'action pour la finance durable publié le 8 mars 2018 : une priorité de l'UMC et élément clé pour la mise en œuvre de l'accord de Paris en Europe

- Implications attendues dès le 2<sup>nd</sup> trimestre 2018, y compris *via* des initiatives législatives et des mesures de niveau 2
- 10 thèmes retenus par la Commission pour réorienter les flux de capitaux vers des investissements durables, intégrer la durabilité dans la gestion des risques et encourager la transparence et l'approche de long-terme
  - Révision des orientations sur l'information extra-financière d'ici Q2 2019 pour prendre en compte les travaux de la TCFD
  - Création d'un *European Corporate Reporting Lab* au sein de l'EFRAG d'ici Q32018 pour promouvoir l'innovation et les meilleurs pratiques, notamment en matière de comptabilité environnementale
  - Evaluation de la nécessité d'adapter les modèles de gouvernance des entreprises pour que les notions d'intérêt long terme et de durabilité soient mieux prises en compte



# Proposition de régime européen du *crowdfunding*

## Un marché encore réduit, une réglementation complexe

- Application potentielle de nombreux textes sectoriels : MiFID, Prospectus, DSP, anti-blanchiment...
- Multiplication des régimes nationaux (AT, BL, DE, ES, FR, IT, NL, PT, UK...), plus ou moins compatibles avec MIF
- CMU : initialement promotion meilleures pratiques, groupe d'experts (ECSF), rapport Commission mai 2016
- En France : régime spécifique (mai 2014, révisé en avril 2016)
  - Statut national sans passeport (CIP et IFP) ou passeport PSI avec conseil en investissement Pas d'exigence en capital
  - Conditions d'exercice : honorabilité, règles de bonne conduite, site internet d'accès progressif, avertissements, information synthétique...

## Proposition de règlement le 8 mars 2018

- Statut optionnel mais exclusif, couvre les prêts et les titres, agrément par l'ESMA
- Plafond d'offre à 1 million €, information dans un *Key Investment Information Sheet* (KIIS)
- Obligations organisationnelles du prestataire inspirées de MIF, test de connaissance du client

# Possible initiative sur la cotation des PME

## Constat général d'une attrition de la cote et de l'écosystème des PME en Europe

### Décembre 2017 – février 2018 : consultation publique de la COM sur un environnement réglementaire proportionné pour faciliter la cotation des PME

- Centrée sur le nouveau label « marché de croissance des PME », marchés réglementés exclus
- Pas de remise en cause des grands principes des textes récents, notamment MAR

### Points saillants de la réponse de l'AMF

- Revoir la définition des *SME Growth Markets* : seuil de capitalisation, critère spécifique pour les émetteurs obligataires
- Conforter le rôle des *listing sponsors*, missions essentielles fixées au niveau € et déclinées dans les règles de marché
- Pas d'information périodique pour les émetteurs exclusivement obligataires
- Allègements ciblés sur MAR : initiés permanents, délai de notification des transactions
- Exempter les Euro PP du régime des sondages de marché
- Vigilance particulière sur l'évolution de la recherche, réviser MIF si nécessaire

# QUESTIONS / RÉPONSES

