



LE POINT SUR

LE GUIDE AFG ABUS DE MARCHÉ

30 mars 2021

Introduction

Eric PINON, Président de l'AFG

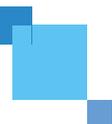
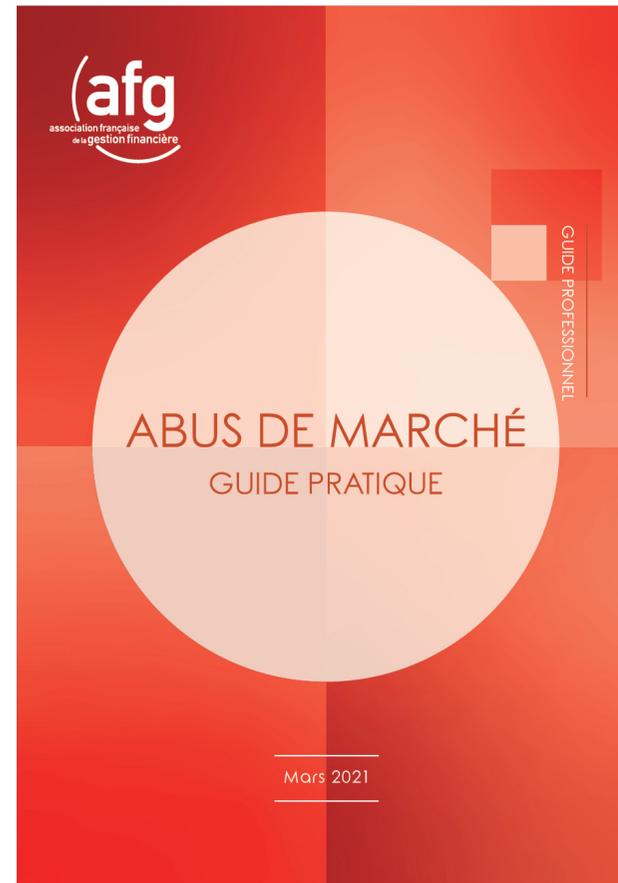
Présentation de la démarche du GT « Abus de marché » de l'AFG

- **Gonzague DRUART**, Président du GT « Abus de marché », RCCI chez SCHRODER AIDA
- **Valentine BONNET**, Directrice Gouvernement d'entreprise, Déontologie et Conformité de l'AFG

Le Guide pratique Abus de marché reprend les principales questions abordées dans le cadre du groupe de travail de l'AFG.

Il s'agit d'un document pédagogique incluant toutes les références pour un accès facilité dans cette réglementation pour les sociétés de gestion.

C'est aussi un recueil des pratiques de la Place.



Le Guide pratique abus de marché englobe 11 thématiques, dont certaines feront l'objet d'un focus au cours de ce « Point sur ».

- FOCUS 1 : Information privilégiée et gestion des listes d'initiés, de restriction ou d'interdiction -Jeanne DAO

- FOCUS 2 : Frontière entre la recommandation d'investissement et les informations clients - Bertrand NECTOUX

- FOCUS 3 : Sondages de marché - Marc IMSEL

SOMMAIRE

OBJECTIF	3
RÉFÉRENCES LÉGISLATIVES ET RÉGLEMENTAIRES	3
1. Information privilégiée	5
2. Recommandation d'investissement	8
3. Barrières à l'information	12
4. Outils de détection des abus de marché	12
5. Obligations de déclaration d'une opération suspecte	16
6. Sondages de marché	16
7. Listes d'initié, de surveillance et d'interdiction	20
8. Table de négociation interne/externe	22
9. Moyens de sensibilisation/formation au sein des SGP	23
10. Que fait-on en cas de sollicitation d'une autorité de régulation étrangère ?	24
11. Obligations d'une société de gestion qui gère un fonds admis à la cote d'un marché financier	28



Focus 1 : Information privilégiée et gestion des listes d'initiés, de restriction ou d'interdiction

**Jeanne DAO, Compliance Manager,
Allianz Global Investors Gmbh
succursale française**

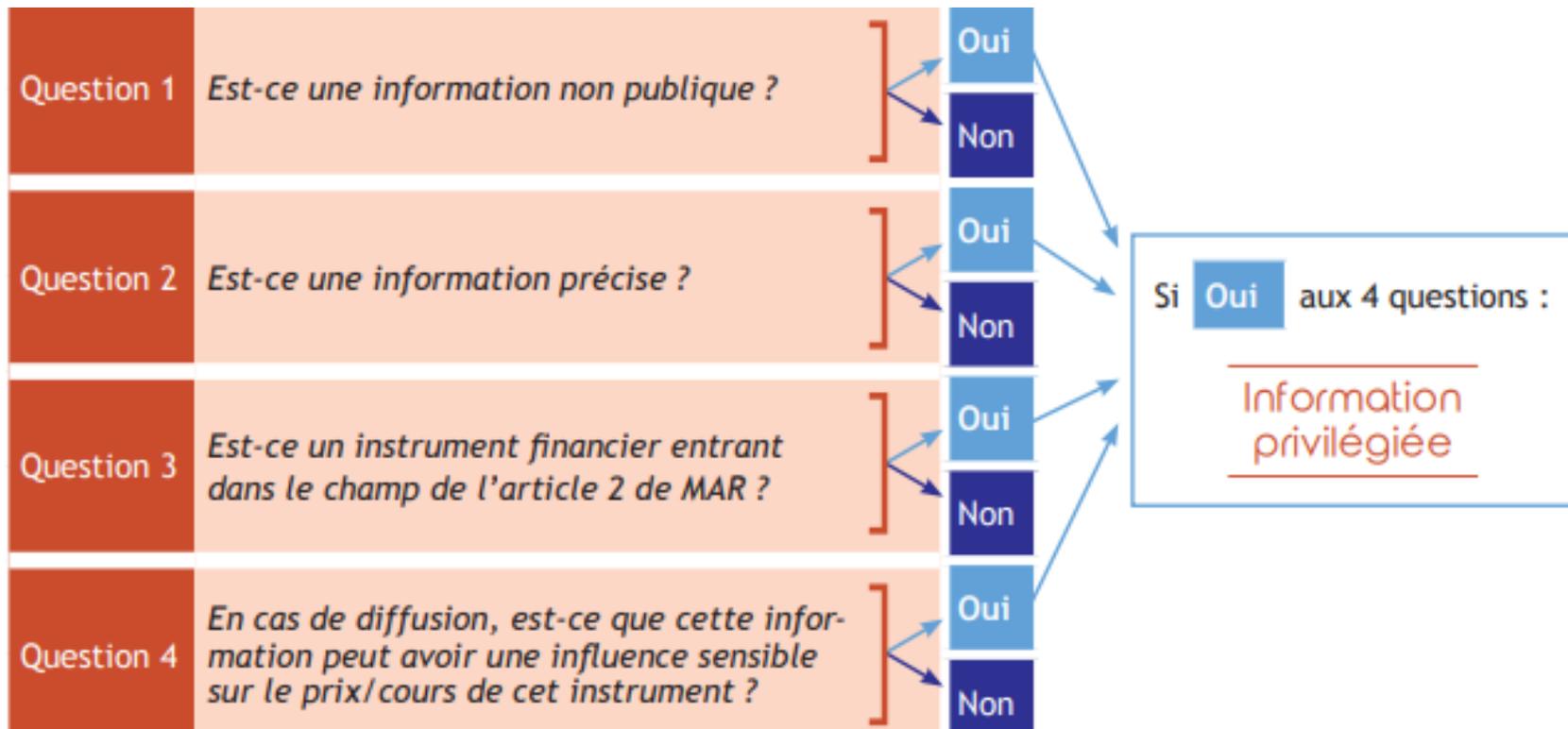


Qu'est-ce qu'une information privilégiée (« IP »)?

- Une information à **caractère précis**
- Qui n'a **pas été rendue publique**
- Qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs **émetteurs**, ou un ou plusieurs **instruments financiers**, et
- Qui, si elle était rendue publique, **serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours** des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés



Comment identifier une IP?



Listes d'initiés, de surveillance ou d'interdiction : trois listes, trois objectifs

Liste d'initiés (au sens de la liste issue des orientations de l'ESMA en matière de sondage de marchés)

- Dans quel cas? Réception d'IP, par exemple dans le cadre de sondages de marchés
- Pourquoi? Lister les personnes ayant reçues une IP
- Que faire? Leur rappeler les règles applicables à la détention d'IP (statut d'initié, interdiction d'acheter ou vendre, interdiction de communiquer cette information à d'autres personnes/collègues)

Liste de surveillance (issue du Règlement Général de l'AMF)

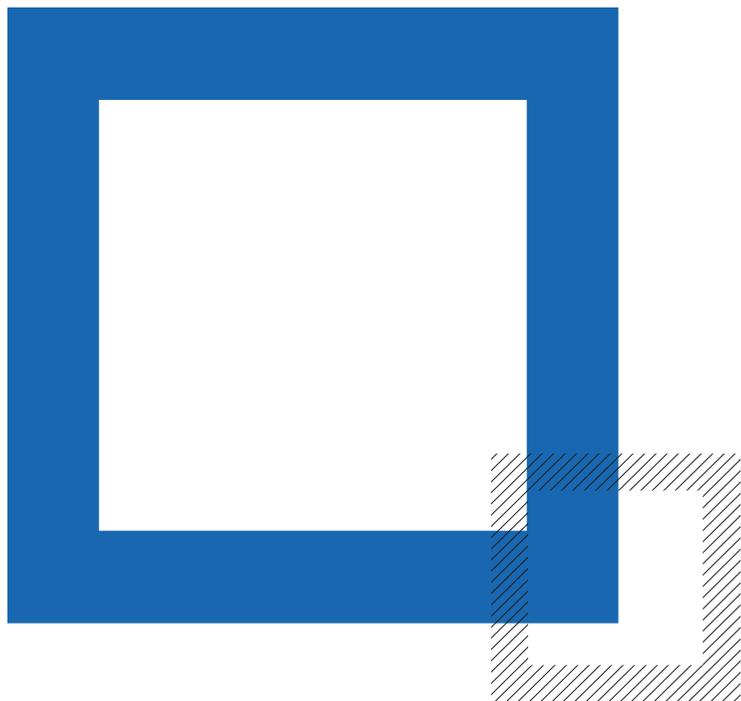
- Dans quel cas? Réception d'IP sur des émetteurs ou instruments financiers
- Pourquoi? Lister les émetteurs/instruments financiers qui font l'objet d'une IP, le motif et les personnes ayant reçues l'IP. Cette liste contient de **l'information privilégiée**.
- Que faire? Surveiller les transactions sur instruments financiers effectuées par la SGP (y compris les ordres en cours) et les transactions personnelles des personnes dites « initiées ». Cela peut aller de la simple surveillance à l'interdiction de traiter sur ces titres/émetteurs.

Liste d'interdiction (issue du Règlement Général de l'AMF)

- Dans quel cas? **Cas autre** que la réception d'IP (ex: conflits d'intérêts); engagement pris à l'occasion d'une opération financière
- Pourquoi? Lister les émetteurs ou les instruments financiers pour lesquelles la SGP doit restreindre ses activités en raison des cas précités. Cette liste contient uniquement de **l'information publique**
- Que faire? Déterminer quelles sont les personnes concernées par ces restrictions, les communiquer à ces personnes et s'assurer du respect de toute restriction applicables aux transactions sur instruments financiers effectuées par la société de gestion et aux transactions personnelles des personnes concernées par l'interdiction.

Focus 1 : Information privilégiée et gestion des listes d'initiés, de restriction ou d'interdiction

- Eclairage de l'AMF
- Questions / Réponses



RAPPORT DE L'ESMA SUR LA REVUE DE MAR

AFG - Point MAR
Le 30 mars 2021

Revue de MAR

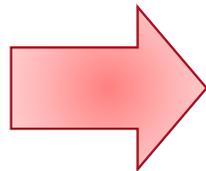
L'article 38 de MAR prévoit la présentation par la Commission européenne d'un rapport au Parlement européen et au Conseil pour évaluer diverses dispositions du règlement. À la lumière de cette exigence, la CE a envoyé un mandat à l'ESMA pour obtenir son avis technique quant à un certain nombre de sujets:

- ❑ Les sujets évoqués à l'article 38 de MAR dont la définition de l'information privilégiée
- ❑ Certains sujets complémentaires prévus par la Commission européenne dont l'utilité des listes d'initiés
- ❑ Quelques sujets connexes identifiés par l'ESMA

Le rapport de l'ESMA, « MAR Review Report », a été publié le 23 septembre 2020.

Revue de MAR de l'ESMA – définition de l'information privilégiée

Définition de
l'information
privilégiée



- ✓ **maintenir la définition actuelle jugée adéquate dans l'ensemble**
- ✓ Élargir la définition de “**front running**” (pas seulement pour les ordres en attente du client et pas seulement pour les personnes chargées de l'exécution)
- ✓ L'ESMA élaborera des orientations sur certains éléments de la définition (par ex. précision, étapes intermédiaires, informations financières, scénarios spécifiques)
- ✓ **Pre-hedging**: le “pre-hedging” semble possible dans certains cas. L'ESMA élaborera de la “guidance”.

Revue de MAR de l'ESMA - Définition d'information privilégiée

Article 7(1) MAR

« Aux fins du présent règlement, la notion d'«information privilégiée» couvre les types d'information suivants:

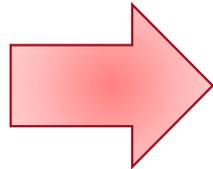
- (a) une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés;
- (b)
- (d) pour les personnes chargées de l'exécution d'ordres concernant des instruments financiers, il s'agit aussi de toute information transmise par un client et ayant trait aux ordres en attente du client concernant des instruments financiers, qui est d'une nature précise, qui se rapporte, directement ou indirectement, à un ou plusieurs émetteurs ou à un ou plusieurs instruments financiers et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours de ces instruments financiers, le cours de contrats au comptant sur matières premières qui leur sont liés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés.

Dans son rapport sur la revue de MAR, l'ESMA propose de modifier la définition de « front running »:

- “information conveyed by a client **or a proprietary account or a managed fund** and relating to ~~the client's~~ pending orders in financial instruments, which is of a precise nature, relating, directly or indirectly, to one or more issuers or to one or more financial instruments, and which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments, the price of related spot commodity contracts, or on the price of related derivative financial instruments”.Troisième niveau

Revue de MAR de l'ESMA – Listes d'initiés

Liste d'initiés



- ✓ Demeure un outil clé pour lutter contre les abus de marché
- ✓ Utilisation dans les enquêtes mais pas seulement : sert d'outil interne pour la gestion de l'information privilégiée
- ✓ Accès réel à l'information privilégiée vs accès potentiel [en cas de doute]
- ✓ Extension de l'obligation d'élaborer des listes d'initiés à toute personne effectuant des tâches pour l'émetteur par l'intermédiaire de laquelle elle a eu accès à des informations privilégiées
- ✓ Allègements et clarifications:
 - ❖ Une personne physique sert de contact pour chaque personne morale agissant au nom ou pour le compte...
 - ❖ ...mais aucune réduction des champs à renseigner
 - ❖ L'obligation dès la genèse de l'information privilégiée

Gestion de l'information privilégiée – les listes

Listes d'initiés – cf. le slide précédent

Listes de surveillance – article 321 – 137 RG AMF

- ❑ Recensement des émetteurs sur lesquels la SGP dispose d'une information privilégiée afin d'assurer le respect de l'obligation d'abstention prévue par MAR (articles 8, 10 et 14). La liste contribue à la surveillance des transactions effectuées par la SGP pour son compte propre, des recommandations d'investissement et des transactions personnelles de ses employés et dirigeants
- ❑ Une liste dont la diffusion est restreinte
- ❑ Qui s'accompagne d'une surveillance

Listes d'interdiction – article 321 – 139 RG AMF

- ❑ Recensement des émetteurs pour lesquels la SGP doit restreindre ses activités ou celles des personnes concernées en application de dispositions législatives ou réglementaires autres que celles résultant des articles 8, 10 et 14 de MAR ou d'engagements pris à l'occasion d'une opération financière
- ❑ Doivent également être inscrits sur cette liste les émetteurs et/ou les instruments financiers pour lesquels la SGP estime nécessaire d'interdire ou de restreindre l'exercice d'un service d'investissement, d'une activité d'investissement ou d'un service connexe
- ❑ Une liste qui doit être communiquée aux collaborateurs affectés par ces restrictions

Focus 2 : Frontière entre « recommandation d'investissement » et « information-clients »

**Bertrand NECTOUX, Head of
Operational Risk, Carmignac Gestion**

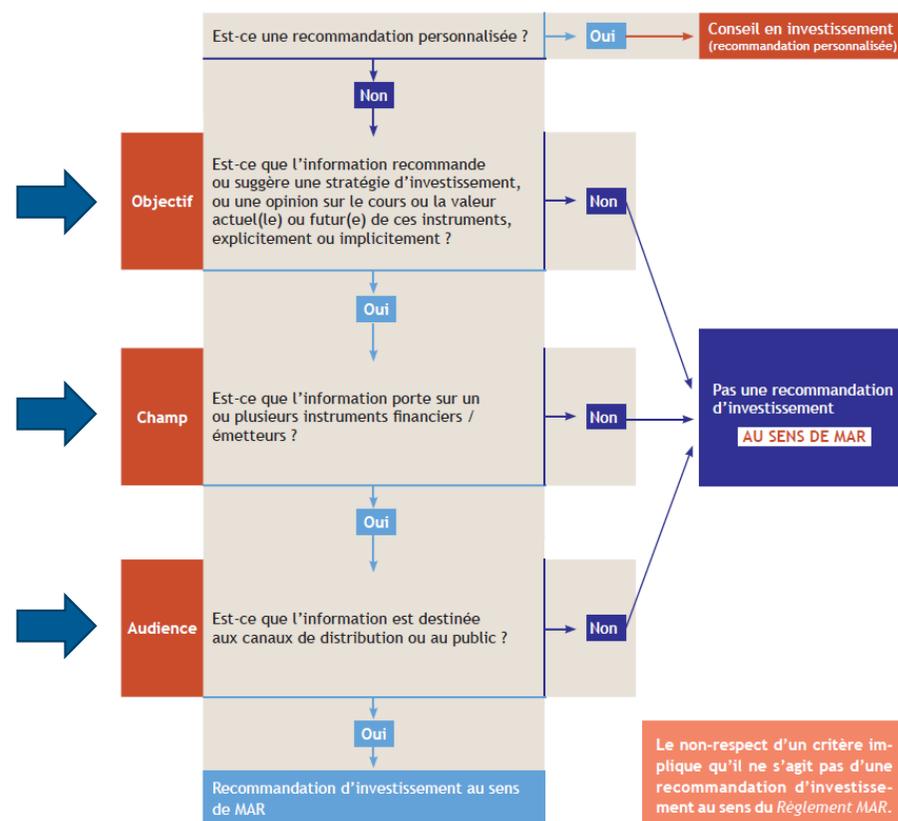
Frontière entre « recommandation d'investissement » et « information-clients »

- ✓ Une recommandation d'investissement est définie par le Règlement MAR comme :
 - « *information recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement, explicitement ou implicitement, concernant un ou plusieurs instruments financiers ou les émetteurs, y compris toute opinion émise sur le cours ou la valeur actuel(le) ou futur(e) de ces instruments, destinées aux canaux de distribution ou au public* »

- ✓ La qualification d'une recommandation s'appréhende à travers plusieurs critères *cumulatifs* :

- Le caractère « *personnalisé* » de la recommandation
- L'*objectif*
- Le *champ*
- L'*audience*

⇒ Dans ce contexte, toute communication contenant *des informations purement factuelles* sur un ou plusieurs instruments financiers ou émetteurs n'est pas considérée comme une recommandation d'investissement sous réserve qu'elle *ne suggère pas de manière explicite ou implicite une stratégie d'investissement*.



✓ Frontière entre « recommandation d'investissement » et « information-clients »

Il est important que chaque situation soit analysée au cas par cas conformément à la définition d'une recommandation d'investissement donnée par le Règlement MAR.

Illustration # 1 - Est-ce que la référence à un émetteur / plusieurs émetteurs ayant performé / peu ou pas performé (Exemple Top 10) sur la période de référence dans un document promotionnel peut être considérée comme une recommandation d'investissement ?

Lorsqu'un document promotionnel, s'agissant des performances passées des valeurs détenues dans un portefeuille, se contente de les appeler, cette information étant purement factuelle ne doit pas être considérée comme relevant d'une recommandation d'investissement.

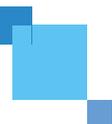
- Par exemple, la référence aux noms des valeurs, aux positions dans le portefeuille, aux performances sur la période passée accompagnée des disclaimers adéquats ne doit pas être considérée en soi comme une recommandation d'investissement. Un disclaimer adapté doit toutefois accompagner cette communication (par exemple : les noms et les valeurs sont cités à titre indicatif ; la composition du portefeuille peut faire l'objet de changement).

Illustration # 2 - Quelles informations peuvent figurer dans un investment case destiné à la communication large pour ne pas être considéré comme une recommandation d'investissement ?

Un document mettant en avant la stratégie d'investissement globale d'un fonds avec un exemple fourni à titre d'illustration sur un émetteur ou une valeur - ayant été détenu ou toujours présent dans un portefeuille - doit faire référence aux éléments factuels passés sans projection / estimation d'un prix actuel ou futur ou autre élément d'appréciation du prix ou de la valeur de l'instrument financier.

Par ailleurs, le document ne doit pas suggérer de manière explicite ou implicite de suivre la stratégie présentée, ni une quelconque autre stratégie d'investissement. Dans ce cas, il ne sera pas considéré comme une recommandation d'investissement*.

* Les disclaimers adéquats doivent systématiquement être ajoutés au document.

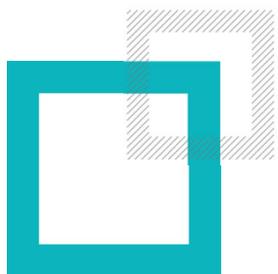


Focus 2 : Frontière entre « recommandation d'investissement » et « information-clients »

- Eclairage de l'AMF
- Questions / Réponses

POINT SUR MAR- AFG 30 MARS 2021

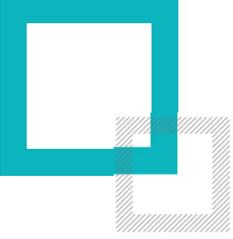
Catherine Balençon - Conseiller
technique DGA





LES RECOMMANDATIONS D'INVESTISSEMENT



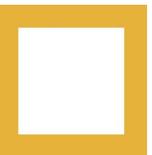


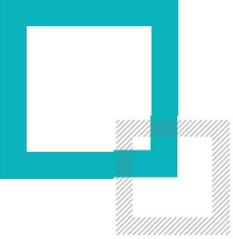
Les recommandations d'investissement

Le champ des dispositions sur les recommandations d'investissement

- Les recommandations produites et diffusées

- Les instruments financiers et les émetteurs
 - Instruments financiers Article 2.1 de MAR:
 - instruments financiers admis ou faisant l'objet d'une demande d'admission à la négociation sur un marché réglementé, un MTF, un OTF;
 - instruments financiers dont le cours ou la valeur dépend du cours ou de la valeur d'un instrument financier listé ci-dessus

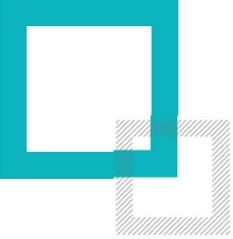




Les recommandations d'investissement

Les SGP n'ont pas vocation à être des producteurs ou diffuseurs réguliers de recommandations d'investissement

- L'analyse buy side ne tombe pas sous le coup de la définition
 - Pas destinée aux canaux de distribution ou au public
- L'exercice d'une activité d'analyse sell-side est considérée par l'AMF comme porteuse de conflits d'intérêts trop importants
- Mais attention néanmoins à certains cas spécifiques de production et ou diffusion de recommandations implicites
 - Expression par un gérant d'un avis dans les médias
 - Expression d'un avis dans un documents à caractère promotionnel ou d'information des clients



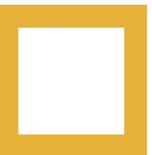
Les recommandations d'investissement

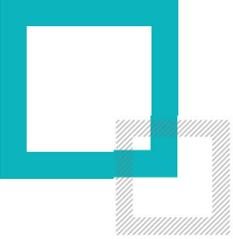
La recommandation implicite

- ❑ Un concept large
- ❑ Qui se définit par opposition à la fourniture d'information
- ❑ Peu important:
 - le contexte dans lequel cette recommandation est produite (reporting, promotion, information...)
 - La nature des informations sources : publiques ou non (normalement seules des informations publiques devraient y être mentionnées)
 - Qu'il y soit formulé une valeur ou un objectif de cours ou même une opinion sous la forme buy/ hold/sell
- ❑ Importance de l'analyse au cas par cas et donc du travail de recensement

La distinction avec la recommandation personnalisée

- ❑ Le nombre de destinataires n'est pas un critère
- ❑ Le champ est différent: IF MIF # IF MAR
- ❑ Critère principal = personnalisation
- ❑ Les 2 notions seraient exclusives l'une de l'autre



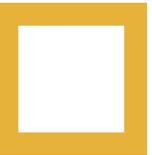


Les recommandations d'investissement

Pas de changement important à attendre de la révision de MAR

Affaire Gamestop: statement de l'ESMA:

« care should be taken when disseminating investment recommendations through any media, including social media and online platforms, as they are subject to a number of regulatory requirements. “



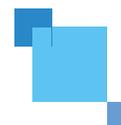
Focus 3 : Sondages de marché

**Marc IMSEL, Head of Market
Integrity, Amundi**

Principales obligations du sondeur

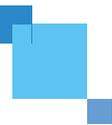
- Prendre des mesures, établir et mettre à jour des **procédures** décrivant la manière dont sont réalisés les sondages de marché ;
- Définir un ensemble d'informations normalisé (un **script**) qui sera utilisé pour les communications aux personnes visées par le sondage de marché ;
- Lorsque le sondage est réalisé par téléphone, utiliser des **lignes enregistrées** ;
- Lorsque le sondage s'accompagne de la transmission d'une information privilégiée, procéder au sondage selon les **10 étapes** du guide.

Dresser une liste comportant l'identité des investisseurs potentiels auxquels les informations ont été divulguées.



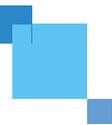
Principales obligations du sondé

- Etablir, mettre en œuvre et **maintenir des procédures internes** adaptées et proportionnées.
- Si le choix de la société de gestion est de participer aux sondages de marché, définir un point de contact **communiquer publiquement** aux contreparties.
- **Analyse interne** - *Self assessment*.
- **Confidentialité** des échanges et détention d'informations privilégiées.
- **Piste d'audit** et conservation



Dispositif à mettre en place

- Désigner une **personne spécifique, correctement formée, ou un point de contact** afin de recevoir les sondages de marché et maintenir la piste d'audit.
- Les informations reçues dans le cadre du sondage de marché sont communiquées en interne **uniquement par le biais de canaux de déclaration prédéterminés** → « need to know »
- **Contrôles** (Piste d'audit - Communications - Barrières à l'information - liste de surveillance)



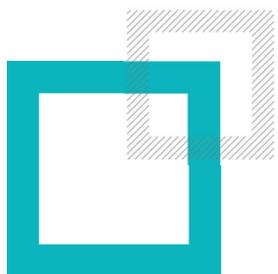
Focus 3 : Sondages de marché

- Eclairage de l'AMF
- Questions / Réponses

POINT SUR MAR- AFG

30 MARS 2021

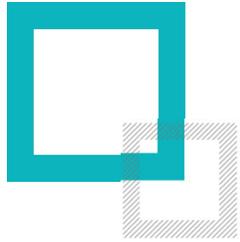
Catherine Balençon - Conseiller
technique DGA





LES SONDAGES DE MARCHE



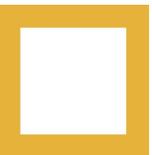


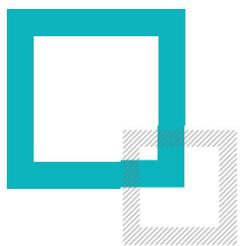
Les sondages de marché

Les règles sur les sondages s'inscrivent dans le cadre de la problématique d'ensemble de diffusion d'une IP

Néanmoins, tous les sondages ne comportent pas la transmission d'une IP

- La définition est large
- La personne sondée doit procéder à sa propre analyse sur la base:
 - Des informations transmises par le sondeur
 - Des informations qu'elle détient





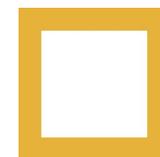
Les sondages de marché

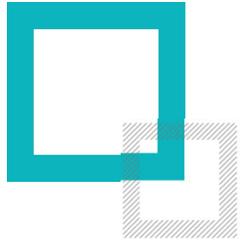
Les règles sur les sondages s'inscrivent dans le cadre de la problématique d'ensemble de la diffusion d'une IP

Néanmoins, tous les sondages ne comportent pas la transmission d'une IP et toutes les IP détenues par une SGP ne sont pas transmises à l'occasion d'un sondage

Les règles sont contraignantes pour sondeurs et sondés mais une SGP peut refuser de se voir sonder

- Et dans ce cas doit le communiquer aux potentiels sondeurs

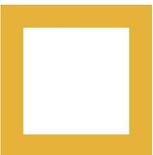


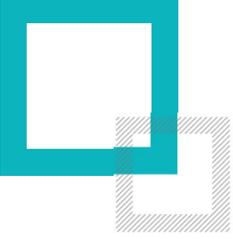


Les sondages de marché

SI une SGP accepte d'être sondée

- elle doit procéder à sa propre analyse de la nature de l'information transmise sur la base:
 - Des informations transmises par le sondeur
 - Des informations qu'elle détient
- elle doit identifier les émetteurs et instruments financiers concernés
- elle doit prendre des mesures proportionnées pour éviter la circulation d'une IP, le cas échéant
 - Par exemple point de contact unique (en informer les sondeurs): collaborateur de la table de négociation le cas échéant
 - Procédures destinées à prévenir la diffusion de l'IP (murailles de Chine)
 - Formation du personnel
 - Surveillance

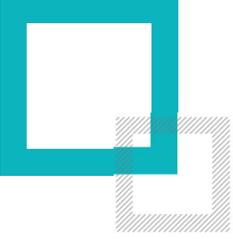




Les sondages de marché

Amendement règlement SME Growth Market du 27/11/2019 pour une entrée en application le 01/01/2021

- « **Lorsqu'une offre de titres s'adresse uniquement à des investisseurs qualifiés...**, la communication d'informations à ces investisseurs qualifiés aux fins de la négociation des conditions contractuelles de leur participation à **une émission d'obligations par un émetteur dont des instruments financiers sont admis à la négociation sur une plate-forme de négociation** ou par toute personne agissant au nom ou pour le compte de celui-ci **ne constitue pas un sondage de marché**. Une telle communication est réputée avoir été faite dans le **cadre normal de l'exercice du travail, de la profession ou des fonctions d'une personne**, tel qu'il est prévu à l'article 10, paragraphe 1, du présent règlement et ne constitue donc pas une divulgation illicite d'informations privilégiées. Cet émetteur ou toute personne agissant en son nom ou pour son compte s'assure que les investisseurs qualifiés qui reçoivent les informations connaissent, et **reconnaissent par écrit, les obligations légales et réglementaires correspondantes et ont connaissance des sanctions applicables aux opérations d'initiés et à la divulgation illicite d'informations privilégiées.** »



Les sondages de marché

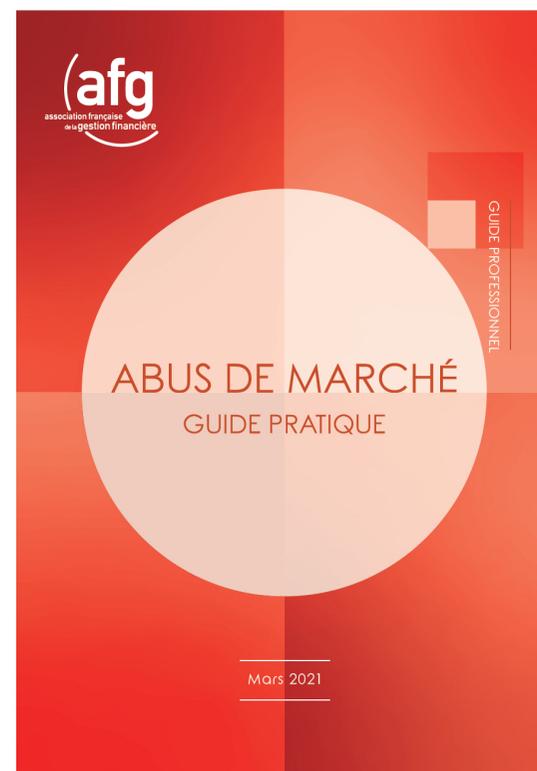
Les amendements conseillés par l'ESMA à la Commission dans son rapport sur la révision de MAR

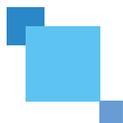
- ❑ Clarification de la portée: protection ou obligation? Vote au BOS sur la position ESMA
- ❑ Clarification que le dispositif sondage s'applique y compris aux transactions non annoncées (ajout de « if any » après « anouncement »)
- ❑ Simplification des règles, en particulier s'il est conclu que les dispositions sont des obligations:
 - Pour les sondages sans IP les obligations qui subsisteraient seraient: tenue d'une liste et enregistrement
 - Pour les sondages avec IP (y compris avec régime de protection):
 - Levée de l'obligation de *cleansing* en cas d'annonce publique
 - Levée de l'obligation de répéter les disclaimers pour les follow up calls
 - Levée de l'obligation de signer les minutes de l'entretien en cas de sondage effectué de cette façon
 - Pour tous les sondages (avec ou sans IP) et quelle que soit la portée: moduler les GL applicables aux personnes sondées en fonction de la qualité de ces personnes (morales/ physiques, régulées/ non régulées, émetteur large cap/ SME)

- **Catherine BALENCON**, Conseiller technique à la Direction Gestion d'Actifs, AMF
- **Jeanne DAO**, Compliance Manager, Allianz Global Investors GmbH succursale française
- **Catherine DIAS**, Conseillère technique à la Direction des enquêtes et des contrôles, AMF
- **Gonzague DRUART**, Président du GT Abus de marché AFG, et RCCI, Schroder Aida
- **Marc IMSEL**, Head of Market Integrity, Amundi
- **Bertrand NECTOUX**, Head of Operational Risk, Carmignac Gestion
- Modération par **Valentine BONNET**, Directrice Gouvernement d'entreprise, Déontologie et Conformité de l'AFG



Conclusion et remerciements





LE POINT SUR

La gestion d'actifs,
une force au service des épargnants
et du financement de notre économie



Publication réalisée par le pôle Communication de l'AFG
Tél.: +33 (0)1 44 94 94 00 | afg@afg.asso.fr

41, rue de la Bienfaisance | 75008 Paris | T: +33 (0)1 44 94 94 00
45, rue de Trèves | 1040 Bruxelles | T: +32 (0)2 486 02 90



www.afg.asso.fr