

15 janvier 2019

## Actualité juridique – novembre-décembre 2018

### A lire, dans cette édition

#### Marchés de capitaux

- Publication par l'ESMA de ses lignes directrices concernant les indices de référence d'importance non significative
- Publication par l'ESMA des mises à jour des Q&A des indices de référence
- Publication par l'ESMA des mises à jour des Q&A du règlement abus de marché
- L'AMF aménage le calendrier de mise à jour des Prospectus de Base
- Analyse sur les tendances des *Initial Coin Offerings*
- Publication par l'ESMA des mises à jour des Q&A sur la prohibition du marketing, de la distribution ou de la vente d'options binaires et la restriction du marketing, de la distribution ou de la vente de contrats de différences pour des clients de détail

#### Banque

- 15<sup>ème</sup> édition du Rapport sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants : approche thématique de l'AMF

#### Gestion collective

- Publication par l'AMF de différents Guides relatifs aux OPC

- Publication par l'AMF de la synthèse de ses contrôles thématiques sur les fonds propres des sociétés de gestion de portefeuille
- Publication de novembre 2018 par l'AFG et l'AFTI du Guide concernant les commissions de surperformance dans les OPCVM et les Fonds d'Investissement à Vocation Générale « FIVG » non réservés

#### Assurances

- Consultation des AES sur les modifications proposées au document d'informations clés relatives aux PRIIPs
- Consultation de l'EIOPA sur l'intégration des risques et des facteurs de durabilité
- Publication de l'avis de l'EIOPA sur les activités d'assurance non vie transfrontalières long terme et leur supervision

Pour toute information sur l'un des sujets couverts par cette lettre, n'hésitez pas à nous contacter :

**Gilles Kolifrath**, Avocat Associé

T : +33 (0)1 44 09 46 44, M : +33 (0)6 75 18 84 12

E : gkolifrath@kramerlevin.com

Kramer Levin – 47 avenue Hoche, 75008 Paris

www.kramerlevin.com

### Nos séminaires récents...

- 05/11/2018 – **Les lundis du legal crypto**  
– H. de Vauplane, G. Kolifraith
- 07/11/2018 – **Petit-Déjeuner des Dérivés Kramer Levin - Brexit : Les dérivés vont-ils prendre la tangente ?** – G. Kolifraith, J. Blanchet, L. Sharkey
- 15/11/2018 – **Petit-Déjeuner Fintech - Le traitement des cryptomonnaies dans la loi PACTE et le PLF 2019** – H. de Vauplane
- 17/11/2018 – **European Reformists Summit : 2019 the democratic challenge in Europe** – N. Lenoir
- 27-28/11/2018 – **Blockchain Paris 2018**  
– H. de Vauplane
- 27-29/11/2018 – **Trustech** – P. Storrer
- 03/12/2018 – **Les lundis du legal crypto**  
– H. de Vauplane, G. Kolifraith
- 11/12/2018 – **Matinales du droit bancaire et financier - Le secret professionnel : à qui s'adresser pour obtenir de l'information (banquier, autorités) ?** – Th. Bonneau, G. Kolifraith, D. Penin
- 11/12/2018 – **Réunion de lancement du groupe de travail sur « l'attractivité de la Place juridique de Paris »** – N. Lenoir
- 12/12/2018 – **Conférence Blockchain à la Faculté de Droit** – H. de Vauplane
- 12/12/2018 – **Grand Débat 2018 de l'Anacofi – Réglementation de nos métiers : le point après l'entrée en vigueur des principaux textes (MIF, PRIIPS, DDA, RGPD, ...)** – G. Kolifraith
- 07/01/2019 – **Legal Crypto Monday After work** – H. de Vauplane, G. Kolifraith

### ... et à venir

- 17/01/2019 – **Conférence AFG - Organismes de financement spécialisé : de nouveaux fonds d'investissement et de financement offrant de multiples opportunités** – G. Saint Marc
- 19/02/2019 – **Conférence EIFR - Compensation des dérivés, entre EMIR et Brexit** – G. Kolifraith
- 19/02/2019 – **Matinales du droit bancaire et financier – La responsabilité du banquier** – H. Bouchetemple, M-C. Fournier-Gille, Th. Bonneau, G. Kolifraith
- 31/01/2019 – **Les lundis du legal crypto – Spécial Paris Finance Week** – H. de Vauplane, G. Kolifraith

## Marchés de capitaux

### Publication par l'ESMA de ses lignes directrices concernant les indices de référence d'importance non significative

Le 20 décembre 2018, l'ESMA a publié ses lignes directrices relatives aux indices de référence d'importance non significative et propose à cet effet des exigences moins strictes tant pour leurs administrateurs que leurs contributeurs supervisés, et ce dans les quatre domaines suivants :

- procédures, caractéristiques et positionnement de la fonction de supervision ;
- pertinence et vérifiabilité des données sous-jacentes ;
- transparence de la méthodologie ; et
- exigences de gouvernance et de contrôle pour les contributeurs supervisés.

Les trois premiers points s'appliquent aux administrateurs de ces indices, tandis que le quatrième s'applique aux contributeurs supervisés.

### Publication par l'ESMA des mises à jour des Q&A des indices de référence

Le 18 décembre 2018, l'ESMA a mis à jour les Q&A relatives aux indices de référence concernant une question spécifique relative à la méthodologie et aux données sous-jacentes.

La question est de savoir si la méthodologie d'un indice de référence peut inclure des facteurs qui ne sont pas des données sous-jacentes ?

L'ESMA répond par l'affirmative en précisant que les facteurs ne doivent pas mesurer le marché sous-jacent ou une réalité économique que l'indice de référence tente de mesurer mais sont des éléments qui améliorent la fiabilité et la représentativité de l'indice. Telle serait la distinction essentielle entre les facteurs inhérents à la méthodologie et les données sous-jacentes.

Par exemple, la méthodologie d'un indice de référence des actions peut inclure, conjointement avec les valeurs des actions sous-jacentes, un certain nombre d'autres éléments, tels que le taux de flottant, les dividendes, la volatilité des actions sous-jacentes, etc. Ces facteurs sont inclus dans la méthodologie pour ajuster la formule afin d'obtenir une

quantification plus précise du marché des actions que l'indice de référence a l'intention de mesurer, en revanche, ils ne représentent pas le prix de l'action de l'indice de référence.

### **Publication par l'ESMA des mises à jour des Q&A du règlement abus de marché**

Le 12 novembre 2018, l'ESMA a mis à jour les Q&A relatives aux abus de marché en répondant à la question suivante :

« L'interdiction énoncée à l'article 19 (11) du règlement MAR comprend-elle les transactions de l'émetteur concernant ses propres instruments financiers, dans le cas où ce sont des PDMR (*Person discharging managerial responsibilities* – personne exerçant des responsabilités de dirigeant) qui prennent la décision ou mettent en pratique une décision antérieure ? »

L'ESMA répond par la négative. En effet, l'article 19 (11) de MAR interdit aux PDMR d'un émetteur, et non à l'émetteur lui-même, d'effectuer une « *transaction pour son compte propre ou pour le compte d'un tiers, que ce soit directement ou indirectement, se rapportant aux actions ou à des titres de créance de l'émetteur ou à des instruments dérivés ou à d'autres instruments financiers qui leur sont liés, pendant une période d'arrêt de 30 jours calendaires* » avant l'annonce d'un rapport financier.

Étant donné que les actions de la PDMR (dirigeant ou employé de l'émetteur), ne sont pas entreprises pour le compte d'un tiers, mais pour le compte de l'émetteur lui-même, l'interdiction de l'article 19, paragraphe 11, n'est pas applicable.

Toutefois, il convient de noter que toute transaction effectuée par l'émetteur au cours d'une opération de clôture doit être traitée avec précaution, car l'émetteur est encore soumis à l'interdiction (de délit d'initié) visée à l'article 14 de MAR.

Par conséquent, lorsque l'émetteur est en possession d'informations privilégiées relatives à ses propres instruments financiers, l'émetteur ne pourra pas négocier ces derniers à moins d'avoir établi et mis en œuvre les procédures nécessaires visées à l'article 9 (1) de MAR.

### **L'AMF aménage le calendrier de mise à jour des Prospectus de Base**

Après consultation de l'AFTE fin novembre, l'AMF a organisé le calendrier de mise à jour des Prospectus de Base des Programmes EMTN (et titres structurés) en vue de la prise d'effet complète du Règlement Prospectus le 21 juillet 2019 (Communiqué de Presse de l'AMF du 20 décembre 2018). Cela permettra un processus ordonné (1) des mises à jour normalement

prévues avant cette date, mais surtout (2) des mises à jour anticipées (tenant compte de la publication du dernier Rapport Annuel/Document de Référence), afin de pouvoir bénéficier de la "clause de grand-père" de l'article 46.3 du nouveau Règlement Prospectus.

Le texte permet en effet, pour les Prospectus de Base ayant fait l'objet d'une approbation avant le 21 juillet, de bénéficier pendant 1 an du régime ancien applicable jusqu'à cette date, non seulement en ce qui concerne les émissions effectuées sous Programme, mais également en ce qui concerne la structure et le contenu des mises à jour. Pour les émetteurs ayant un Programme EMTN ou un Programme de titres structurés, cela équivaut à un report d'une année de l'application du nouveau Règlement Prospectus (à compter de la date de mise à jour du Prospectus de Base), à condition de ne pas offrir au public ou de ne pas coter d'obligations "stand alone" ou d'émettre des titres de capital après le 21 juillet 2019. Il faudrait alors gérer la distorsion d'information et de facteurs de risques qui se ferait nécessairement sous le nouveau régime.

### **Analyse sur les tendances des *Initial Coin Offerings***

Le 14 novembre 2018, l'AMF a publié, à la suite de son programme UNICORN, une étude sur les ICO en deux volets : une analyse sous le prisme du marché français et une étude de questionnaire du marché mondial.

Concernant le marché français, les ICO concernent :

- les entreprises de petites tailles dont la majorité de l'activité est en lien avec la *blockchain* ou la finance ;
- des projets de plus en plus diversifiés qui utilisent déjà les modes de financement traditionnels ; et
- seulement 6% de *tokens* qualifiés d'instruments financiers.

Concernant le marché mondial :

- ce mode de financement demeure marginal (environ 20 milliards d'euros depuis 2014) ;
- la majorité des ICO se sont réalisées aux Etats-Unis ; et
- les projets concernent désormais des domaines très diversifiés comme la santé, l'énergie et le commerce de détail.

L'analyse de l'AMF s'intéresse également aux facteurs de succès d'une ICO qui peuvent, selon elle, être résumés aux deux points suivants :

- procédures solides de lutte contre le blanchiment ; et
- transparence de l'information communiquée aux investisseurs.

Dans ce contexte, l'AMF rappelle qu'elle a opté pour un visa optionnel pour les ICO dans le cadre du projet de loi PACTE et que la coopération internationale est essentielle pour identifier les fraudes et mettre en place un cadre réglementaire cohérent.

### **Publication par l'ESMA des mises à jour des Q&A sur la prohibition du marketing, de la distribution ou de la vente d'options binaires et la restriction du marketing, de la distribution ou de la vente de contrats de différences pour des clients de détail**

Le 9 novembre 2018, l'ESMA a précisé dans ses Q&A, la nature des paiements considérés réalisés dans le but de conclure un contrat de différence « CFD ». Désormais, l'ESMA précise que ces paiements doivent être réalisés en espèces.

L'ESMA précise encore que ne sont pas considérés comme des paiements aux fins de cette définition, les espèces versées par les entreprises au compte d'un client lorsqu'elles sont constitutives de garanties en espèces afférentes à des actifs du client de détail, peu importe que les actifs soient séparés ou fassent partie d'un compte de trading dédié aux contrats de différence.

L'ESMA a aussi précisé dans quelle mesure une entreprise peut s'assurer de la visibilité de l'avertissement prévu à l'annexe II de la décision 2018/796 de l'ESMA de restriction temporaire des contrats sur différence dans l'Union « Décision CFD ».

Pour rappel, l'article 2(e) de ladite Décision CFD, précise que les entreprises doivent avertir les clients de détail des risques relatifs à la conclusion des CFD dès qu'elles en font la promotion. Cette règle s'applique à toutes les communications d'informations, papier ou électroniques, dans le cas d'un site internet, toutes les pages du site doivent mentionner cette mise en garde. De plus, les entreprises doivent le faire dès qu'elles informent le client d'un bénéfice pouvant être possiblement retiré d'un service d'investissement ou d'un instrument financier.

La section A de l'annexe II de la Décision CFD précise, quant à elle, que cette mise en garde doit être d'une visibilité de premier plan (mise en évidence), d'une taille de police égale à la police prédominante et dans la même langue que le reste du document.

L'ESMA est venue préciser que, lorsqu'elles souhaitent déterminer la visibilité de l'avertissement, les entreprises doivent prendre en compte la nature de son public cible, les

caractéristiques des CFD et les besoins d'informations probables du client à qui cette information est adressée.

## Banque

### **15<sup>ème</sup> édition du Rapport sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants : approche thématique de l'AMF**

Le 26 novembre 2018, l'AMF a publié son 15<sup>ème</sup> rapport sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants en privilégiant cette fois-ci une nouvelle approche axée sur deux thématiques d'actualité : les mouvements des dirigeants et le vote sur la rémunération.

Outre donc les évolutions réglementaires en matière de gouvernance et de rémunération, à savoir notamment :

- les articles 61 (enjeux sociaux) et 66 (transmissions d'information) du projet de loi PACTE ;
- la version révisée de juin 2018 du code AFEP-MEDEF ; et
- l'intégration des propositions de son groupe de travail relatives au « *Droits des actionnaires et vote en assemblée générale* » ;

L'AMF s'est concentrée sur les deux thématiques sus-évoquées.

Concernant les mouvements des dirigeants, l'AMF fait état de plusieurs statistiques concernant notamment les sociétés et mandataires concernés (du CAC 40 notamment), les fonctions des dirigeants, les modalités de mise en place du plan de succession et des informations sur le départ des dirigeants.

Concernant le vote sur les rémunérations « *say on pay* », l'AMF a analysé pour ce même échantillon l'information publiée à l'occasion des votes *ex ante* et *ex post* sur la rémunération des dirigeants. Elle relève, sur l'étude réalisée, que les résolutions portant sur les rémunérations des dirigeants sont assez largement approuvées par les assemblées générales. En revanche, les politiques de rémunération mise en œuvre n'offrent pas toujours une vision dynamique (en raison du décalage entre le moment de la prise de décision et le moment de l'attribution des rémunérations).

## Gestion collective

### Publication par l'AMF de différents Guides relatifs aux OPC

En ce début d'année 2019, l'AMF a publié les versions 2019 des différentes positions-recommandations/guides suivants tels qu'applicables au 3 janvier 2019, à savoir, le guide :

- pour la rédaction des documents commerciaux et la commercialisation des placements collectifs ;
- relatif aux frais ;
- du suivi des OPC ;
- des documents réglementaires des OPC ; et
- relatif aux fonds d'épargne salariale.

On notera parmi les principaux points de clarification :

- le recours aux actions de préférence ou à tout instrument ayant un profil de rendement/risque asymétrique ;
- les gestions de type « *Buy & Hold* » ;
- les gestions de type assurance de portefeuille ;
- la liquidation des ETF ; et
- les fonds assortis d'une commission de surperformance.

Ces différents Guides sont désormais à jour des diverses modifications (notamment les nouveautés liées à l'entrée en application des textes MIF 2 et à la séparation des régimes juridiques des entreprises d'investissement et des sociétés de gestion de portefeuille). L'accent a été également mis sur certains points spécifiques relevés lors de l'instruction des dossiers d'agrément et/ou de suivi.

### Publication par l'AMF de la synthèse de ses contrôles thématiques sur les fonds propres des sociétés de gestion de portefeuille

Le 22 novembre 2018, l'AMF a mené cinq contrôles dits « SPOT » (Supervision des Pratiques Opérationnelles et Thématiques) portant sur le suivi et le placement des fonds propres des sociétés de gestion de portefeuille. A la suite de ces contrôles, forte de son expérience passée et dans le cadre de sa stratégie Supervision pour 2022, l'AMF a annoncé sa volonté d'instaurer davantage de courts contrôles thématiques. L'AMF livre aujourd'hui les résultats de ces observations réalisées lors de ces divers contrôles SPOT relatifs aux fonds propres et notamment sur :

- l'organisation et les procédures mises en œuvre par les sociétés de gestion ;



- les modalités de détermination de l'exigence minimale en fonds propres et des fonds propres réglementaires ;
- le placement des fonds propres ; et
- leur dispositif de contrôle associé.

Il ressort de ces contrôles que les procédures encadrant l'estimation réglementaires, le placement et le contrôle des fonds propres sont insuffisamment détaillées et opérationnelles mais de façon très limitée néanmoins.

L'AMF rappelle, à cet égard, certaines bonnes pratiques permettant de prévenir le risque de non-conformité (e.g.: simulation sur la base d'arrêté de compte intermédiaire non certifié).

L'AMF, à la suite de ces contrôles, souhaite réaliser une discussion de place afin de modifier la position-recommandation 2012-19 relative au Guide d'élaboration du programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille et des placements collectifs autogérés en l'inscrivant dans un cadre plus européen.

**Publication de novembre 2018 par l'AFG et l'AFTI du Guide concernant les commissions de surperformance dans les OPCVM et les Fonds d'Investissement à Vocation Générale « FIVG » non réservés**

Parmi les fonds de la place, certains fonctionnent avec des structures tarifaires incluant des commissions de surperformance qui visent à aligner les intérêts des investisseurs et des sociétés de gestion.

Aux fins d'analyse de ces commissions, l'AFG et AFTI ont recueilli un ensemble de bonnes pratiques de place afin de les promouvoir comme standards de place dans un objectif de meilleur alignement des intérêts des investisseurs et des sociétés de gestion.

Le Guide est conçu en deux parties :

- une première partie qui concerne les principes méthodologiques pour le calcul des commissions de surperformance ; et
- une deuxième qui porte davantage sur les aspects techniques relatifs à l'application des commissions de surperformance.

Le Guide est didactique, très détaillé et donne une vision exhaustive des méthodologies applicables, ainsi que de nombreux exemples issues de la pratique de Place.

## Assurances

### Consultation des AES sur les modifications proposées au document d'informations clés relatives aux PRIIPs

Le 8 novembre 2018, les AES se sont consultées sur les modifications proposées au KID de PRIIPs.

Le 1er octobre 2018, les AES avaient annoncé dans une lettre à la Commission européenne leur intention de faire des propositions pour soutenir les modifications législatives afin d'éviter la possibilité de dupliquer les exigences en matière d'informations pour les fonds d'investissement à compter du 1er janvier 2020 et résoudre les problèmes essentiels qui se posaient depuis la mise en œuvre du KID.

Cette consultation du 8 novembre 2018 traite notamment des modifications apportées aux informations relatives aux scénarios de performance des produits d'investissement.

Ces propositions s'inscrivent dans le cadre des discussions en cours entre les législateurs européens sur l'application du KID par certains fonds d'investissement ainsi que de l'examen plus large et plus complet de PRIIPs. Les résultats de la dite consultation ne préjugent pas de ceux de l'examen plus large devant être mené au début du prochain mandat du Parlement européen.

En outre, pour décider de la nature de leurs recommandations finales à la suite de la consultation complète de PRIIPs, les AES prendront en compte les réponses à la présente consultation.

### Consultation de l'EIOPA sur l'intégration des risques et des facteurs de durabilité

A la suite de la demande de la Commission européenne du 1er août 2018, le 26 novembre 2018, l'EIOPA a publié aux fins de consultation son projet d'avis technique sur d'éventuels modifications aux actes délégués pris conformément à la directive Solvabilité II et de la directive sur la distribution des assurances aux fins de prendre en considération les risques et les facteurs de durabilité.

Les projets de modification du règlement délégué Solvabilité II visent à garantir l'identification et l'évaluation des risques liés au développement durable dans les activités d'investissement. Les entreprises d'assurance doivent tenir compte de l'impact potentiel à long terme des décisions d'investissement sur les facteurs de durabilité (principe de gestion)

et, le cas échéant, des préférences en matière d'environnement, en matière sociale et de gouvernance (*Environmental, Social and Governance*, « ESG ») des souscripteurs.

On notera dans ces propositions de modifications des avancées concernant les deux domaines suivants :

- conflits d'intérêts : lors de l'identification des types de conflits d'intérêts susceptibles de nuire aux intérêts d'un client, les entreprises d'assurance et les intermédiaires d'assurance doivent inclure ceux qui peuvent potentiellement survenir en matière de durabilité. Les entreprises d'assurance et les intermédiaires d'assurance doivent mettre en place des dispositions appropriées pour que les considérations ESG soient incluses dans le processus de conseil et ne conduisent pas à des pratiques trompeuses ; et
- supervision des produits et gouvernance : les préférences ESG des clients d'un marché cible doivent être prises en compte à différentes étapes du cycle de vie du produit lorsque le produit d'assurance est proposé à des clients recherchant des produits d'assurance ESG.

### **Publication de l'avis de l'EIOPA sur les activités d'assurance non vie transfrontalières long terme et leur supervision**

Le 21 décembre 2018, l'EIOPA a publié un avis sur les activités d'assurance non vie transfrontalières long terme et leur supervision. L'avis est adressé aux autorités nationales compétentes et décrit les attentes de l'EIOPA en ce qui concerne le calcul des provisions techniques et de leur gouvernance.

Le présent avis a pour objectif de garantir la bonne application cohérente des exigences pratiques légales en la matière. Une telle activité nécessite à la fois la connaissance des spécificités du marché et les compétences actuarielles pour le calcul des provisions techniques et de gestion de cette activité.

L'expérience a hélas montré que ces activités attirent des acteurs qui ne possèdent pas les connaissances et les compétences requises.

Cet avis souligne la nécessité pour toutes les parties concernées de prendre conscience des spécificités locales et décrit les attentes de l'EIOPA vis-à-vis des entreprises ainsi que les recommandations adressées aux autorités nationales compétente, à savoir :

- les attentes en matière de provisions techniques en mettant l'accent sur le calcul de la meilleure estimation ;
- les attentes en matière de gouvernance, notamment en ce qui concerne les fonctions clés et les organes de direction ou de surveillance ; et

- les recommandations sur le processus de surveillance prudentielle et la collaboration entre autorités compétentes nationales d'accueil.

En outre, l'avis contient des annexes qui fournissent des exemples concrets et des analyses quantitatives des informations sur les provisions techniques de l'assurance française relative aux défauts de construction et de l'assurance italienne relative à la faute professionnelle médicale.

## Contacts

### **Gilles Kolifrath**

Avocat, Associé  
gkolifrath@kramerlevin.com

### **François Poudelet**

Avocat, Counsel  
fpoudelet@kramerlevin.com

### **Jérôme Blanchet**

Avocat, niveau 2 du CFA  
jblanchet@kramerlevin.com

### **Linda Sharkey**

Avocat au Barreau de New York  
lsharkey@kramerlevin.com