

# ABUS DE MARCHÉ

## GUIDE PRATIQUE

---

Mars 2021

---

# ABUS DE MARCHÉ

## GUIDE PRATIQUE

---

Mars 2021

---



# 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

## OBJECTIF

Ce guide est le fruit des travaux réalisés par le Groupe de travail Abus de marché rattaché à la Commission Déontologie et Conformité de l'AFG. Il reprend les questions principales que se sont posées ses membres pour la mise en œuvre du Règlement européen *Market Abuse*. Son objectif est de permettre une meilleure connaissance des principales obligations réglementaires qu'une société de gestion (SGP) doit respecter en application de MAR (*Market Abuse Regulation*).

Si ce document prend en compte des échanges avec les services de l'AMF, il n'a pas pour autant été validé par l'Autorité. À cet égard, il ne constitue pas une norme de Place, mais un recueil de bonnes pratiques.

En préambule, il est important de rappeler l'obligation de documentation du dispositif de lutte contre les abus de marché. La procédure opérationnelle détaillera l'organisation, les rôles et responsabilités et reprendra les dispositions et contrôles mis en œuvre par la société de gestion pour répondre aux obligations de la réglementation en vigueur.

## RÉFÉRENCES LÉGISLATIVES ET RÉGLEMENTAIRES

L'environnement réglementaire à la date de parution du *Guide pratique Abus de marché* est le suivant.

### Législation européenne

Au sein de l'Union Européenne, les dispositifs d'encadrement et de répression des abus de marché tirent leur source des textes suivants :

- le Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les Abus de marché ("MAR") ;
- la Directive 2014/57/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux Abus de marché ("MAD") qui sont entrés en application le 3 juillet 2016.

Ces textes sont complétés par :

- la Directive d'Exécution 2015/2392 de la Commission du 17 décembre 2015 ;
- le Règlement délégué 2016/522 de la Commission du 17 décembre 2015.

Figure ci-dessous une sélection de textes pouvant s'appliquer aux activités des sociétés de gestion.

### Textes d'application

Sous MAR et MAD, la Commission Européenne, mandatée pour édicter des normes techniques RTS (*regulatory technical standards*) et ITS (*implementing technical standards*), a publié les normes suivantes :

- RTS article 4 (4) MAR : Règlement délégué (UE) 2016/909 de la Commission du 1<sup>er</sup> mars 2016 concernant le contenu des notifications à adresser aux autorités compétentes et la compilation, la publication et la tenue de la liste de ces notifications (texte présentant de l'intérêt pour l'EEE) ;
- ITS article 4 (5) MAR : Règlement d'exécution (UE) 2016/378 de la Commission du 11 mars 2016 définissant des normes techniques d'exécution concernant la date, le format et le modèle de présentation des notifications à adresser aux autorités compétentes (texte présentant de l'intérêt pour l'EEE) ;
- RTS article 11 (9) MAR : Règlement délégué (UE) 2016/960 de la Commission du 17 mai 2016 portant des normes techniques de réglementation en ce qui concerne les mesures, systèmes et procédures adéquats applicables aux participants au marché communicants réalisant des sondages de marché (texte présentant de l'intérêt pour l'EEE) ;

- ITS article 11 (10) MAR : Règlement d'exécution (UE) 2016/959 de la Commission du 17 mai 2016 définissant des normes techniques d'exécution pour les sondages de marché en ce qui concerne les systèmes et les modèles de notification à utiliser par les participants au marché communicants et le format des enregistrements (texte présentant de l'intérêt pour l'EEE) ;
- RTS article 13(7) MAR : Règlement délégué (UE) 2016/908 de la Commission du 26 février 2016 portant des normes techniques de réglementation sur les critères, la procédure et les exigences concernant l'instauration d'une pratique de marché admise et les exigences liées à son maintien, à sa suppression ou à la modification de ses conditions d'admission (texte présentant de l'intérêt pour l'EEE) ;
- RTS article 16(5) : Règlement délégué (UE) 2016/957 de la Commission du 9 mars 2016 portant des normes techniques de réglementation concernant les mesures, systèmes et procédures adéquats et les modèles de notification à utiliser pour prévenir, détecter et déclarer les pratiques abusives ou les ordres ou transactions suspects (texte présentant de l'intérêt pour l'EEE) ;
- ITS article 18(9) : Règlement d'exécution (UE) 2016/347 de la Commission du 10 mars 2016 définissant des normes techniques d'exécution précisant le format des listes d'initiés et les modalités de la mise à jour de ces listes (texte présentant de l'intérêt pour l'EEE) ;
- RTS article 19(15) : Règlement d'exécution (UE) 2016/523 de la Commission du 10 mars 2016 définissant les normes techniques d'exécution relatives au format et au modèle de notification et de publication des transactions effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes (texte présentant de l'intérêt pour l'EEE) ;
- RTS article 20(3) : Règlement délégué (UE) 2016/958 de la Commission du 9 mars 2016 portant des normes techniques de réglementation définissant les modalités techniques de présentation objective de recommandations d'investissement ou d'autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement et la communication d'intérêts particuliers ou de l'existence de conflits d'intérêts (texte présentant de l'intérêt pour l'EEE) ;
- RTS article 5(6) : Règlement délégué (UE) 2016/1052 de la Commission du 8 mars 2016 portant des normes techniques de réglementation concernant les conditions applicables

aux programmes de rachat et aux mesures de stabilisation (texte présentant de l'intérêt pour l'EEE) ;

- ITS article 17(10) : Règlement d'exécution (UE) 2016/1055 de la Commission du 29 juin 2016 établissant des normes techniques d'exécution relatives aux modalités techniques de publication et de report des informations privilégiées.

---

## Doctrines de l'ESMA

---

L'ESMA publie des opinions en relation à MAR et met régulièrement à jour sa doctrine sous la forme de questions/réponses :

- Opinion du 25 avril 2017 ESMA70-145-76 en matière de contrats d'animation de marché ;
- *Questions and Answers On the Market Abuse Regulation (MAR)* ESMA70-145-111 Version 14 ;
- Orientations relatives au Règlement européen sur les abus de marché (ESMA/2016/1477).

---

## Code monétaire et financier

---

MAR et MAD ont été transposés en droit français par la Loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché ; le *Code monétaire et financier* a été modifié notamment aux articles :

- L621-17-3 et suivants (déclarations suspectes) ;
- L465-1 et suivants (infractions).

---

## Réglementation AMF

---

Les États membres ont souhaité une application unifiée de MAR et MAD. En conséquence, les dispositions du Livre VI du Règlement Général de l'AMF ont été supprimées par l'arrêté du 14 septembre 2016 à la suite de l'entrée en application du règlement n° 596/2014/EU sur les abus de marché et de ses règlements délégués. Pour certains sujets, il convient de se référer au Livre III en particulier les obligations relatives aux listes de surveillance ou d'interdiction.

# 1. INFORMATION PRIVILÉGIÉE

## 1.1 Définition

Au sens de l'article 7.2 du Règlement MAR, la **notion d'«information privilégiée»** se définit par :

- 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.
- Une information est réputée à **caractère précis** si elle fait mention d'un ensemble de circonstances qui existe, ou dont on peut raisonnablement penser qu'il existera, ou d'un événement qui s'est produit, ou dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira, si elle est suffisamment précise pour qu'on puisse en tirer une conclusion quant à l'effet possible de cet ensemble de circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers ou des instruments financiers dérivés qui leur sont liés, des contrats au comptant sur matières premières qui leur sont liés ou des produits mis aux enchères basés sur les quotas d'émission.
- On entend par information qui, si elle était rendue publique, **serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours** des instruments financiers, des instruments financiers dérivés, des contrats au comptant sur matières premières qui leur sont liés ou des produits mis aux enchères basés sur des quotas d'émission, une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement.

### **Cas particuliers de situations pouvant illustrer une information privilégiée :**

- Au sein d'une société de gestion, un gérant exerçant la gestion pour le compte de plusieurs portefeuilles et/ou mandats pourrait dans le cadre de ses interventions et en fonction des

objectifs de gestion de chacun des portefeuilles, utiliser les opérations initiées pour un portefeuille, dont il sait que ces opérations risquent de créer un décalage de cours, pour retarder ou anticiper les opérations d'un autre portefeuille, ce qui constituerait un manquement à la réglementation.

- De même, un gérant ayant connaissance d'un flux au passif d'un fonds qu'il gère et, en ayant initié des ordres, pourrait à aussi retarder ou anticiper des opérations pour le compte d'un autre portefeuille qu'il gère. Il s'agirait alors d'une utilisation abusive d'une information relative à des ordres en attente d'exécution ce qui pourrait constituer un manquement à la réglementation.
- Pour les personnes chargées de l'exécution d'ordres concernant des instruments financiers, il s'agit 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 ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés.
- Pour les instruments dérivés sur matières premières, une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs instruments dérivés de ce type ou qui concerne directement le contrat au comptant sur matières premières qui leur est lié, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours de ces instruments dérivés ou des contrats au comptant sur matières premières qui leur sont liés et lorsqu'il s'agit d'une information dont on attend raisonnablement qu'elle soit divulguée ou qui doit obligatoirement l'être conformément aux dispositions législatives ou réglementaires au niveau de l'Union ou au niveau national, aux règles de marché, au contrat, à la pratique ou aux usages propres aux marchés ou aux marchés au comptant d'instruments dérivés sur matières premières concernés.
- Pour les quotas d'émission ou les produits mis aux enchères basés sur ces derniers, une infor-

mation à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs instruments de ce type, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours de ces instruments ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés.

Il a pu être rappelé par la Commission des sanctions<sup>1</sup> la complexité de la qualification de la notion d'informations privilégiées :

- l'appréciation du caractère privilégié d'une information demande une analyse spécifique de la situation et peut varier en fonction des émetteurs, du contexte et des informations concernées (AMF Commission des sanctions, 8 novembre 2018, SAN-2018-14, manipulation de cours concertée par un gérant d'une société de gestion et un actionnaire) ;
- la nécessité que **l'information concerne directement ou indirectement un émetteur et le caractère sensible de l'information.**

La Commission des sanctions de l'AMF rappelle que conformément au Règlement général de l'AMF, une information privilégiée n'est pas obligatoirement générée par un émetteur (AMF Commission des sanctions, 24 octobre 2018, SAN-2018-13).

Il suffit que l'information concerne directement ou indirectement un émetteur, qu'elle soit suffisamment précise, non publique et susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés. Ainsi, la connaissance de l'imminence de la publication par un tiers à l'émetteur d'un article de presse basé sur une rumeur d'offre publique a été qualifiée d'information privilégiée par la Commission des sanctions dès lors que l'article concernait un émetteur.

En complément, la Commission indique également que l'influence que peut engendrer la publication de ce type d'article **ne doit pas être apprécié en fonction du nombre de lecteurs potentiels mais du comportement attendu d'un investisseur raisonnable suite à sa publication.** Le contenu de l'article, le contexte de marché et la notoriété du journaliste ont également été pris en compte afin de considérer que la publication de l'article pouvait avoir une influence notable sur les cours.

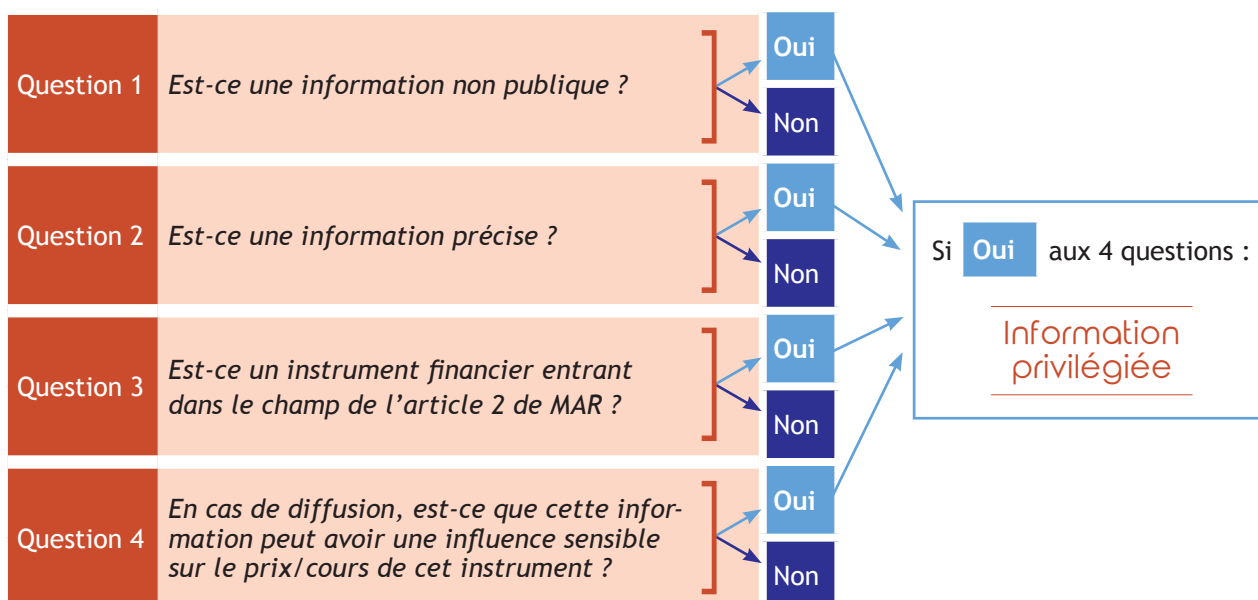
- **Sur le caractère non public de l'information** (Décision de la Commission des sanctions AMF du 14 juin 2012, SAN 2012-07) : la Commission des sanctions indique que **le caractère public de l'information doit être pris en considération par rapport au marché et non par rapport à un groupe de personnes** (même s'il est important) ayant accès à l'information. L'information reste non publique tant qu'elle n'a pas été diffusée de façon qu'elle soit accessible aux investisseurs.
- **Sur le caractère précis de l'information** (Décision Commission des sanctions AMF du 24 novembre 2011, SAN-2012-02, information relative à l'émission d'un emprunt obligataire et sondage de marché). Dès lors que les informations principales d'une émission obligataire sont connues (nom de l'émetteur, indication indirecte de la taille, échéance et écart de rendement par rapport au swap de référence) alors les informations peuvent être considérées comme suffisamment précises.

Citons enfin à ce sujet le guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée élaboré par l'AMF en octobre 2016.

<sup>1</sup>) Les décisions pouvant faire l'objet de procédure de recours.

## 1.2 Comment identifier une information privilégiée ?

Il convient tout d'abord de définir si une information est privilégiée ou non. L'arbre de décision ci-après est un outil permettant de passer en revue les **4 critères** pour qualifier une information de privilégiée ou non.



## 1.3 Quelles sont les obligations en cas de détention d'une information privilégiée ?

Il en découle une obligation d'**abstention d'utilisation** d'une information privilégiée pour son compte propre ou pour le compte d'autrui et l'interdiction de communiquer toute information privilégiée.

Toute personne doit s'abstenir de suggérer à une autre personne ou d'inciter une autre personne à effectuer une opération d'initié.

## 1.4 Qu'est-ce qu'une opération d'initié ?

Une opération d'initié est le fait d'utiliser une information privilégiée en acquérant ou en tentant d'acquérir ou de céder pour son compte propre ou pour le compte d'autrui, soit directement, soit indirectement, les instruments financiers auxquels se rapportent cette information ou en annulant ou en modifiant un ordre, lorsque l'ordre avait été passé avant que la personne concernée ne détienne l'information privilégiée.



## 2. RECOMMANDATION D'INVESTISSEMENT

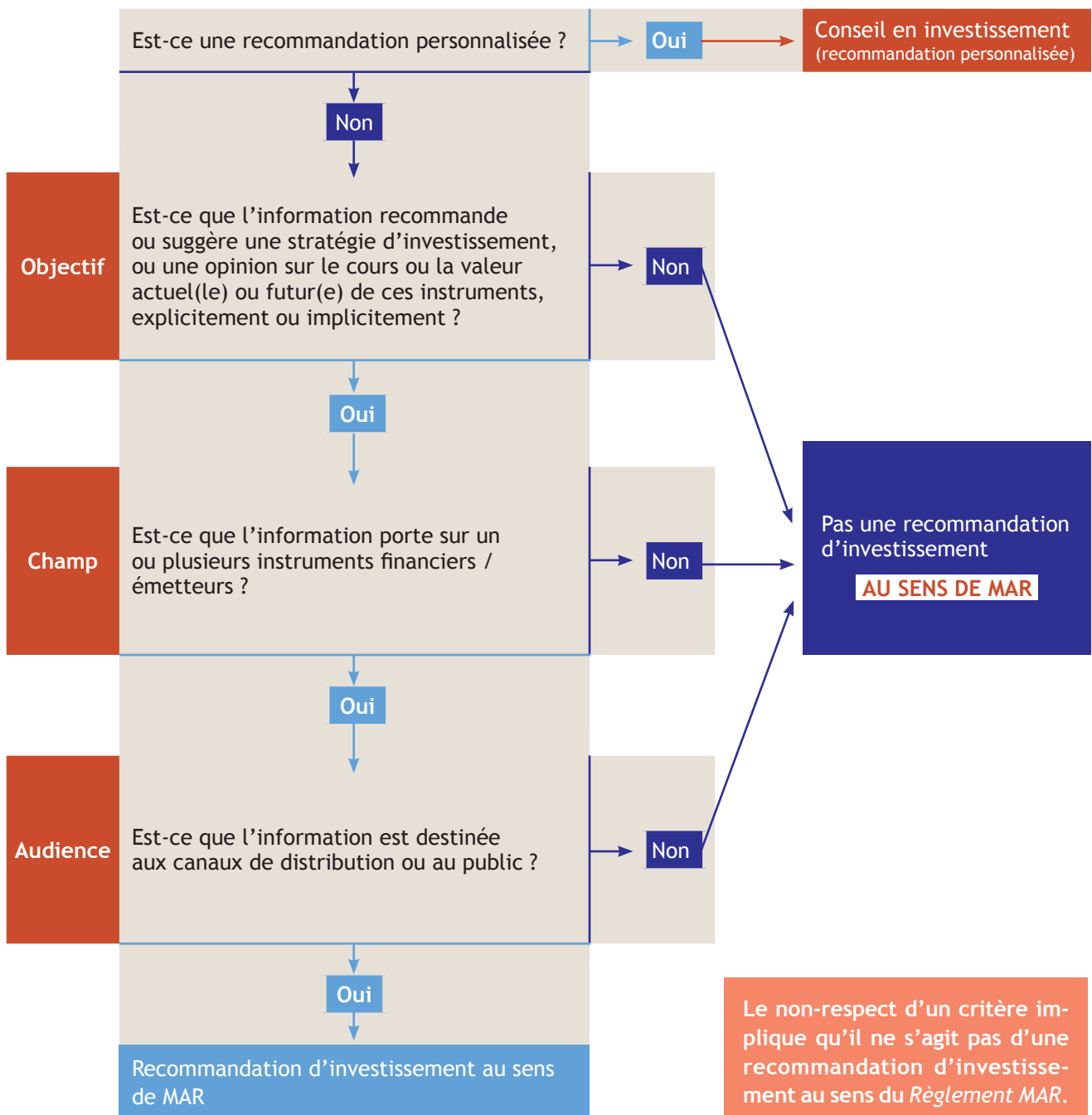
### 2.1 Définition des principaux termes utilisés

#### 2.1.1 Recommandation d'investissement

Une recommandation d'investissement est définie par le Règlement MAR comme une « 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. »

En pratique, le schéma suivant<sup>2</sup> pourrait être utilisé pour qualifier une recommandation d'investissement :



Le non-respect d'un critère implique qu'il ne s'agit pas d'une recommandation d'investissement au sens du Règlement MAR.

<sup>2</sup>) Confère la note AMAFI 16/43.

### 2.1.2 Opinion implicite / stratégie

Conformément à la définition d'une recommandation d'investissement, une communication ne faisant pas référence implicitement ou explicitement à un instrument financier ou un émetteur ne doit pas être considérée comme une recommandation d'investissement.

#### Situation 1

Une communication faisant référence seulement aux taux de change, secteurs, taux d'intérêt, matières premières, indicateurs macroéconomiques ou secteurs industriels sans référence spécifique à un instrument ou un émetteur serait considérée comme une recommandation d'investissement dans les situations où **un investisseur raisonnable pourrait déduire que l'information communiquée recommande de manière implicite un instrument ou un émetteur**, sous condition de respecter les autres critères de la définition selon le Règlement MAR.

Par exemple, une opinion sur un secteur constitué d'un nombre très limité d'émetteurs pourrait être considérée comme une recommandation d'investissement.

#### Situation 2

Toute communication contenant une **évaluation du prix ou de la valeur d'un instrument ou d'un émetteur** doit être considérée comme recommandant ou suggérant de manière implicite une stratégie d'investissement.

De plus, toute communication contenant une valeur estimée sous-évaluée ou correctement évaluée, ou sur-évaluée, une projection ou un objectif de prix ou tout élément d'opinion sur la valeur actuelle ou future d'un instrument doit également être considéré comme une recommandation d'investissement<sup>3</sup>.

**Une analyse "au cas par cas" doit être menée** pour vérifier s'il s'agit d'une recommandation d'investissement au sens de MAR en analysant ces situations qui ne sont pas limitatives.

Pour mémoire, les **conditions cumulatives** doivent être remplies pour qualifier une recommandation d'investissement :

- une « *information recommandant ou suggérant*

*une stratégie d'investissement, explicitement ou implicitement,*

- *concernant un ou plusieurs instruments financiers ou les émetteurs*<sup>4</sup>,
- *destinée aux canaux de distribution ou au public.* »

### 2.1.3 Canaux de distribution

La Directive MAD de 2003 définit les canaux de distribution comme « *les canaux par lesquels l'information est rendue publique ou est susceptible de l'être, et par "information susceptible d'être rendue publique", toute information à laquelle ont accès un grand nombre de personnes.* »

Par ailleurs, le *Final Report*<sup>5</sup> indique qu'une recommandation d'investissement est susceptible d'être rendue publique, pas uniquement dans le sens général du terme, mais lorsqu'elle est susceptible d'être adressée aux clients ou un groupe de clients, indépendamment de leur nombre, comme une recommandation non-personnalisée (en dehors du conseil en investissement).

À titre d'exemple, une recommandation d'investissement pourrait être considérée comme tombant sous la définition du Règlement MAR à partir du moment où elle est adressée à un nombre limité d'investisseurs potentiels. Une analyse au cas par cas est à mener pour qualifier une recommandation d'investissement au sens du Règlement MAR, en tenant compte notamment du potentiel retentissement de la recommandation d'investissement indépendamment du format ou des moyens de transmission de cette information (électroniquement, oralement, autres canaux...)<sup>6</sup>.

### 2.1.4 Informations factuelles

Conformément à la définition d'une recommandation d'investissement, toute communication contenant des informations purement factuelles<sup>7</sup> 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.

Dans ce contexte, pourrait être considéré comme une information factuelle une information relative à des événements récents ou annonces réalisées sur un ou plusieurs instruments financiers ou un émetteur.

3) Q&A 8.4 ESMA 70-145-111 on MAR.

4) Y compris toute opinion émise sur le cours ou la valeur actuel(le) ou futur(e) de ces instruments.

5) Cf. *Final Report ESMA 2015/455*.

6) Cf. *Final Report ESMA 2015/1455, paragraphes 343 et 344*.

7) Cf. Q&A ESMA 8.5.

## 2.2 Exemples des situations possibles

À titre liminaire, il est important de préciser que chaque situation doit être analysée au cas par cas conformément à la définition d'une recommandation d'investissement donnée par le Règlement MAR. En effet, la définition de la recommandation d'investissement introduit la notion du caractère implicite qui doit être prise en considération avec beaucoup d'attention dans le cadre d'analyse du contexte et du contenu des documents promotionnels.

Dès lors, par exemple, lorsqu'un document fait référence à un secteur prometteur pour l'année en cours ou à venir en citant des valeurs du secteur - détenues ou pas par un (des) fond(s), ou lorsque le secteur est étroit, une telle présentation pourrait être considérée comme une incitation implicite et donc être qualifiée de recommandation d'investissement.

Il est également important de garder à l'esprit que la définition d'une recommandation d'investissement ne tient pas compte de la notion de client professionnel ou non professionnel, ni du support ou des moyens de présentation des informations.

### 2.2.1 Documents promotionnels

*a. 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 ?*

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.

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

**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 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).

À l'inverse, si le document promotionnel fait **référence aux performances passées** des valeurs détenues dans un portefeuille et qu'il contient une opinion sur les performances présentes ou à venir, **alors le contenu d'un tel document est qualifié de recommandation d'investissement** au sens de MAR.

*b. Est-ce que la référence à des titres estimés à fort potentiel ("positions de conviction") – nouvellement acquis durant la période de référence ou déjà en portefeuille - évoqués dans un rapport de gestion peut être considérée comme une recommandation d'investissement ?*

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

Ainsi, s'il n'est pas fait référence à des projections sur l'évolution du prix d'un instrument / émetteur, ou s'il n'est pas suggéré de manière explicite ou implicite une stratégie d'investissement / désinvestissement (y compris au travers de la seule appellation de "position de conviction"), la recommandation d'investissement n'est pas caractérisée. De même, si dans un rapport de gestion il est seulement fait référence à une position de conviction prise à la date passée de l'investissement, l'énoncé de cette position passée ne devrait pas conduire à caractériser la recommandation d'investissement.

Si en revanche un tel document contient en plus de ce qui précède une information indiquant une préférence ou un intérêt ou à l'inverse une opinion défavorable sur un émetteur ou un secteur d'activité représenté par un nombre limité d'acteurs, alors le contenu de ce document peut être qualifié de recommandation d'investissement au sens de MAR si les autres critères définissant une recommandation d'investissement sont présents également.

*c. L'utilisation des termes "Selon nous", "À notre avis"... ou du conditionnel renforce-t-elle la caractérisation d'une recommandation d'investissement ?*

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

Toutefois, **l'utilisation des termes "Selon nous", "À notre avis"... ou du conditionnel tend à caractériser une recommandation d'investissement dans la mesure où les autres critères définissant une recommandation d'investissement sont remplis.** À l'inverse, l'absence des termes "Selon nous", "À notre avis", etc.

ne permet pas de qualifier systématiquement une information qui ne serait pas une recommandation d'investissement en raison du caractère "implicite" inclus dans la définition de la recommandation d'investissement. D'où la nécessité d'une analyse au cas par cas.

- d. *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.

### 2.2.2 Interviews

*(se référer aussi au Règlement délégué MAR sur les recommandations d'investissement à l'oral)*

- a. *Lorsqu'un gérant ou un porte-parole de la gestion interrogé par un journaliste sur un titre (détenu ou pas dans un portefeuille) ne souhaite pas que sa prise de parole puisse contenir une recommandation d'investissement, quelle devrait être sa conduite ?*

**La réponse fournie devrait porter uniquement sur les informations factuelles et connues du public** (par exemple, consensus de marché). Les données historiques chiffrées peuvent être commentées. Toutefois, aucune allusion ne doit être faite à l'opinion sur le prix ou la valeur actuels ou futurs des instruments financiers et donc de manière implicite à la stratégie à suivre.

Par ailleurs, il est important de ne pas faire de projections sur le comportement d'un fonds / des fonds par rapport à une valeur / un émetteur.

- b. *Est-ce que le fait de dire que "nous apprécions cet émetteur / cette valeur" peut constituer une recommandation implicite et dès lors être considéré comme une recommandation d'investissement ?*

Même lorsque l'avis donné se base sur les chiffres historiques et les faits publics, ce qui en tout état de cause doit être la règle, **l'utilisation du terme "nous apprécions cette valeur" ... suffit à qualifier la communication de recommandation d'investissement.**

En pratique, **une prise de parole dans un média a de fortes chances d'être qualifiée de recommandation d'investissement.**

## 2.3 Comment gérer une recommandation d'investissement

L'article 20 du Règlement MAR<sup>8</sup> précise notamment que les personnes qui produisent ou diffusent des recommandations ou d'autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement veillent, avec une diligence raisonnable, à ce que l'information soit présentée de manière objective et à ce qu'il soit fait mention de leurs intérêts ou de l'existence de conflits d'intérêts en rapport avec les instruments financiers auxquels se rapportent ces informations.

Le Règlement Délégué (UE) 2016/958 du 9 mars 2016 précise les modalités techniques de production et de présentation de recommandations d'investissement :

- présentation de l'identité des personnes qui les produisent,
- obligations générales et supplémentaires concernant leur présentation objective,
- obligations générales et supplémentaires concernant la communication des intérêts et des conflits d'intérêts,
- présentation de la description des modalités administratives et organisationnelles internes effectives et barrières à l'information mises en place afin d'éviter et de prévenir les conflits d'intérêts eu égard aux recommandations
- modalités de diffusion des recommandations par la personne qui les produit,
- modalités de diffusion des recommandations par la personne qui les détient.

<sup>8)</sup> Pour mémoire, les textes MiFID II prévoient également des dispositions applicables aux recommandations d'investissement.

### 3. BARRIÈRES À L'INFORMATION

Pour limiter la circulation d'une information ou éviter des situations de conflits entre équipes de gestion, une société de gestion peut être amenée à mettre en place des barrières à l'information au sein de son organisation. Cela permet par exemple un bon fonctionnement des équipes de gestion qui au sein d'une même société de gestion sont amenées à gérer les mêmes classes d'actifs sur des émetteurs similaires.

Citons quelques exemples de barrières à l'information :

- limitation en termes d'accès aux postes et / ou aux réseaux informatiques et / ou aux systèmes de gestion,
- restriction des accès physiques aux espaces de bureau concernés,
- règles établissant la participation aux comités d'investissement et ses modalités.

Certains collaborateurs ont un statut "above-the-wall", ce qui signifie qu'ils sont informés des informations privilégiées le plus souvent de part leur fonction.

### 4. OUTILS DE DÉTECTION DES ABUS DE MARCHÉ

#### 4.1 Quels outils de détection d'abus de marché sur les transactions et ordres ?

Il n'existe pas de recommandation précise d'un point de vue réglementaire sur les outils à utiliser dans le cadre de la prévention et la détection des abus de marché (Article 16.2 MAR). Les sociétés de gestion doivent maintenir « *des mesures, systèmes, et procédures efficaces visant à prévenir et à détecter les opérations d'initiés, les manipulations de marché et les tentatives d'opérations d'initiés et de manipulation de marché* ».

En référence à l'article 3 du Règlement délégué, les moyens humains ou techniques de détection doivent :

- permettre l'analyse des transactions exécutées et des ordres passés (y compris ceux modifiés/annulés) ;
- émettre des alertes selon des scénarii définis pour remonter des cas potentiels d'abus de marché.

**La solution choisie devra donc être adaptée à la taille, l'activité, et les moyens dont dispose la société de gestion**, lui permettant de pouvoir remonter toute opération<sup>9</sup> suspecte, et ce, sans délai (ceci prenant en compte le délai nécessaire à l'analyse des alertes, qui n'aurait pas permis de lever toute suspicion). Il est donc recommandé de disposer d'un outil automatisé capable d'analyser l'ensemble des ordres et transactions qui pourraient constituer des abus de marché ou des tentatives d'abus de marché.

L'outil doit permettre de paramétrer des comportements d'abus de marché qui généreront des alertes lorsque ceux-ci sont identifiés. Il est à noter qu'à partir d'un niveau d'activité important, la Commission des sanctions de l'AMF a pu considérer dans des décisions de sanctions que **le recours à un outil informatique était nécessaire**<sup>10</sup>.

<sup>9)</sup> Par opération, il convient de comprendre ordre et transaction.

<sup>10)</sup> Cf. Décision de la Commission des sanctions AMF du 2 juin 2015 : « Considérant qu'au regard de l'importance des encours sous gestion pouvant, au sein de xxx, mener à la commission d'abus de marché, ainsi que de la procédure et du système qu'elle avait elle-même mis en place, la société xxx ne saurait se prévaloir du caractère facultatif de la mise en place du système de détection informatique ; [...] qu'avec plus d'un milliard d'euros d'actifs sous gestion pouvant donner lieu à la commission d'abus de marché, et plus de mille clients concernés, la mise en place d'un système informatique fiable et opérationnel de détection des opérations suspectes était nécessaire à l'accomplissement de sa mission de contrôle par la mise en cause, au moins au second niveau ; »



## 4.2 Le dispositif de surveillance des abus de marché peut-il reposer uniquement sur une solution automatisée ?

Le dispositif de surveillance ne peut pas reposer sur le seul usage d'un outil, mais **nécessite une implication humaine suffisante et appropriée pour garantir son efficacité** comme le recommande l'AMAFI-FBF dans son guide : *“Dispositif de lutte contre les abus de marché”*.

En effet, la constatation d'un cas d'abus de marché est généralement constituée **d'un faisceau d'indices, de la combinaison de plusieurs indicateurs**, qui doivent être pondérés, interprétés lors d'une analyse circonstanciée sur la base d'informations complémentaires obtenues potentiellement en dehors de l'outil, notamment auprès du gérant (observations des publications et comportements de gestion avant et après la transaction en question, état du marché sur la valeur, etc.) pour pouvoir lever toute suspicion.

Par ailleurs, **des formations doivent être dispensées régulièrement à tous les collaborateurs**, notamment sur la thématique “abus de marché”, mais surtout aux collaborateurs gérants ou analystes, ainsi qu'à ceux exerçant les fonctions de contrôles de premier et second niveaux afin de garantir une efficacité du dispositif de prévention des abus de marché.

## 4.3 Faut-il recourir à un outil externe ou à une solution en interne ?

**Chaque solution devra répondre aux attentes spécifiques de chaque SGP qui choisira librement entre une solution externe ou interne.**

### 4.3.1 Outil externe

Les **éditeurs externes** sont souvent des fournisseurs de données financières, qui ont décidé de développer des modules adaptés aux besoins des départements en charge du suivi de la conformité, comprenant les enjeux réglementaires et l'accroissement des demandes des régulateurs. Les informations financières dont ils disposent, mais aussi la vue d'ensemble sur les nombreuses transactions des utilisateurs de ces solutions, peuvent donc être combinées avec les informations de la société de gestion, au travers de graphiques, pour éventuellement détecter plus précisément un abus ou une tentative d'abus de marché.

En effet, on peut considérer qu'il existe un socle commun d'informations généralement demandé par le régulateur, que des solutions externes permettent de synthétiser très rapidement. Ainsi les délais de réponse, souvent très courts, imposés par le régulateur peuvent être respectés, tout en donnant du relief aux informations brutes initialement demandées, pour ainsi accélérer l'analyse. Citons, à titre d'exemples :

- toute la piste d'audit, de l'initiation d'un ordre à l'exécution totale ou partielle de celui-ci (même en cas d'annulation de l'ordre) ;
- les emails en lien avec cet ordre, ou plus largement, en lien avec l'émetteur concerné par cet ordre ;
- les communications téléphoniques des gérants sur une période donnée. Parfois, il est possible de disposer d'un outil de recherche par mot clé sur ces conversations téléphoniques.

Il appartiendra à la société de gestion d'évaluer si la solution externe est la plus adaptée dans la mesure où elle génère des coûts et investissements, ceux-ci pouvant être mieux rentabilisés par exemple pour une SGP de taille significative au regard du volume des transactions à surveiller.

Il est rappelé que la société de gestion demeure responsable du respect de ses obligations en la matière.

En cas de recours à une solution externe, la société de gestion veillera à adapter le paramétrage de cette solution aux caractéristiques de son activité.

#### 4.3.2 Solution en interne

Une solution développée en interne présente l'avantage d'être totalement à la main de la société de gestion, que ce soit pour implémenter un scénario de contrôles ou pour ajuster les paramètres d'un contrôle déjà existant.

Par ailleurs, le périmètre de contrôle d'un outil interne peut être élargi sur d'autres thèmes prévus dans le plan de contrôle de conformité que la détection des abus de marché (par exemple s'assurer de la meilleure exécution et du traitement équitable des porteurs en général) en bénéficiant des branchements aux systèmes et bases de données internes. La société pourra apprécier dans quelle mesure cela permet une plus grande automatisation des contrôles qu'elle réalise et des optimisations en termes de coûts de mise en place et de maintenance.

#### 4.4 Comment paramétrer l'outil de détection des abus de marché ?

Le système doit être adapté à l'activité de l'établissement comme le recommande le guide publié par l'AMAFI et la FBF, et notamment :

- « ▪ à la nature de la clientèle ;
- à la nature des activités du PSI ;
- aux types d'instruments financiers traités, et en particulier à leur type de sous-jacent (classe d'actif) ;
- à la liquidité des instruments financiers traités ;
- aux volumes réalisés par le PSI. »

Ainsi, selon les paramètres, l'outil pourra aider à analyser ou calibrer les alertes identifiées en fonction de :

- la nature de la clientèle ;
- la nature des activités de la société de gestion (par exemple, l'alerte sera considérée différemment selon la nature active ou passive de la gestion) ;
- les types d'instruments financiers traités : on attire l'attention sur le type de sous-jacent (classe d'actif) ;
- la liquidité des instruments financiers traités : par exemple selon le volume échangé, l'alerte peut avoir un degré de gravité plus ou moins important (impact sur le marché ou les autres portefeuilles, etc.) ;
- les volumes réalisés par le gérant, qui peuvent révéler un comportement inhabituel.

À ces critères peuvent s'ajouter d'autres éléments permettant de détecter un comportement d'abus de marché, par exemple :

- la liste des valeurs pour lesquelles une nouvelle impactante a été publiée (annonce de résultats, fusion-acquisition, OST, etc.), croisée avec les opérations faites sur ces valeurs sur une période précédant cette publication ;
- les mouvements au passif des portefeuilles (souscription ou rachat massif) peuvent expliquer certains comportements / opérations ;
- une demande spécifique du client, par exemple pour des besoins comptables ou de bilan, etc. ;
- des opérations strictement techniques n'impactant pas le marché.

#### 4.5 Quelle est la périodicité minimale requise pour la mise à jour du paramétrage de l'outil de détection des abus de marché ?

Il convient d'actualiser et, le cas échéant, d'adapter l'outil de surveillance, notamment les seuils de détection, **a minima une fois par an**.

Si les conditions de marché l'exigent, spécialement lorsque la volatilité est extrême, il peut être nécessaire de recalibrer les seuils dès que possible. En cas de forte volatilité, le nombre d'alertes pourrait être trop important et les alertes devenir non pertinentes. Inversement, si les seuils fixés sont trop élevés, la société de gestion risque de ne pas détecter des alertes qui auraient pu être jugées pertinentes, et ainsi avoir un dispositif de contrôle inefficace.

Il est rappelé l'obligation d'archivage de cinq ans de toutes les analyses qu'elles aient abouti ou non à une déclaration de soupçon.

#### 4.6 Les outils permettent-ils de détecter une tentative d'abus de marché ?

**Tout comportement d'abus de marché ou de tentative n'est pas systématiquement lié à un impact financier positif pour l'opérateur**, et la réglementation vise à encadrer tout comportement abusif cherchant à influencer le marché de manière inappropriée.

Si la notion de "plus-value pour le portefeuille" (par exemple : profiter d'une hausse ou éviter une perte due à une baisse) n'est pas le seul critère à prendre en compte dans la qualification du caractère "avéré" d'un abus de marché ou d'une tentative nécessitant de réaliser une déclaration de soupçons aux autorités, **la variation de la valeur du titre peut être utilisée pour remonter des alertes** de tentatives d'abus de marché parmi d'autres critères.

Ainsi l'outil de détection doit être en mesure de pouvoir capter les comportements anormaux, même si aucun bénéfice (ou aucune perte) n'est constaté (évitée).

Dans le cas du contrôle des opérations d'initiés par exemple, si un gérant est initié sur les résultats exceptionnellement positifs d'une entreprise, et passe un ordre d'achat en amont de la publication des résultats, **il peut être légitime de penser** que la valeur du titre de l'entreprise en question soit impactée à la hausse sur les marchés. Cependant les jours précédant ou suivant la publication, une grave crise peut toucher le secteur, le pays ou tout autre événement impactant la valeur du titre : dans ce cas de figure, le gérant pourrait ne pas tirer profit *in fine* de l'information privilégiée qu'il détenait via une mauvaise appréciation de l'effet conjugué du titre sur le marché et de l'événement de marché. Néanmoins il pourrait quand même faire l'objet d'une suspicion au regard de l'abus de marché ou de la tentative d'abus de marché.

Pour le cas du front *running*, il convient de paramétrer l'outil pour définir un seuil au-delà duquel un ordre est jugé susceptible de pouvoir influencer le marché. Une fois celui-ci défini, il faut pouvoir identifier tous les ordres passés sur le même instrument et sur les instruments dont la valeur est liée, la même journée avant l'exécution de l'ordre volumineux. Ce contrôle au sein d'un outil présente d'autant plus d'intérêt pour les sociétés de gestion n'ayant pas de table d'exécution externalisée.

L'outil de détection des abus de marché n'est donc pas paramétré pour remonter des alertes en fonction des effets des opérations sur les marchés<sup>11</sup>, mais plutôt en fonction de l'observation des comportements eux-mêmes, de leur cohérence et des opérations observées sur les portefeuilles similaires.

<sup>11</sup> Incluant le cas d'une potentielle prise de bénéfice (ou perte évitée) pour l'opérateur.



## 5. OBLIGATIONS DE DÉCLARATION D'UNE OPÉRATION SUSPECTE

Toute personne qui organise ou exécute des transactions à titre professionnel est tenue de déclarer sans délai à l'Autorité compétente toute opération suspecte, c'est-à-dire toute opération susceptible de constituer une opération d'initié, une manipulation de marché ou une tentative d'opération d'initié ou de manipulation de marché.

Le dispositif s'applique à **tout ordre et toute transaction relative à un instrument financier, y compris l'annulation ou la modification d'une opération**, que celle-ci soit réalisée sur ou en dehors d'une plate-forme de négociation et quel que soit le type de clients concernés.

Les acteurs doivent mettre en place les procédures et systèmes de surveillance appropriés pour détecter les abus de marché ou tentatives d'abus de marché. La déclaration à l'Autorité compétente doit s'appuyer sur une analyse des opérations.

Les modalités d'application du dispositif sont précisées dans le Règlement délégué (UE) 2016/957.

Si la déclaration nécessite un délai long, une explication complémentaire pourrait être demandée par l'AMF. Cette déclaration de soupçons doit se faire via le protocole Sesterce (email).

## 6. SONDAGES DE MARCHÉ

### 6.1 Définition

Un sondage de marché consiste en la communication d'informations, avant l'annonce d'une transaction, **afin d'évaluer l'intérêt d'investisseurs potentiels pour une transaction éventuelle** et les conditions attachées à celle-ci, telles que son volume ou ses conditions financières, à un ou plusieurs investisseurs potentiels :

- par un émetteur ;
- par un offreur secondaire d'un instrument financier, concernant des quantités et valeurs telles que la transaction se distingue des négociations ordinaires et implique une méthode de vente basée sur l'évaluation préalable de l'intérêt éventuel des investisseurs potentiels.

La communication d'informations privilégiées par une personne ayant l'intention de faire une offre publique d'achat sur les titres d'une société ou de proposer une fusion avec une société, aux parties ayant des droits sur les titres, constitue

également un sondage de marché, sous réserve que :

- les informations soient nécessaires pour permettre aux parties ayant des droits sur les titres de décider si elles souhaitent, ou non, offrir leurs titres ; et
- la volonté des parties ayant des droits sur les titres d'offrir leurs titres soit raisonnablement requise pour que soit prise la décision de procéder à l'offre publique d'achat ou à la fusion.

**Un sondage de marché peut s'accompagner de la transmission d'une information privilégiée, mais ce n'est pas systématique.**

Aussi, la première obligation d'un sondeur est d'analyser la nature de l'information destinée à être délivrée lors du sondage afin de déterminer s'il s'agit ou non d'une information privilégiée.

## 6.2 Les principales obligations du sondeur<sup>12</sup>

Les principales obligations du sondeur sont :

- prendre des mesures et 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 suivantes** à l'exclusion de toute autre<sup>13</sup> :

- 1 déclarer que la communication s'établit aux fins d'un sondage de marché ;
- 2 informer et obtenir le consentement de la personne visée par le sondage de marché à être enregistrée ;
- 3 adresser une demande à la personne contactée et obtenir la confirmation de celle-ci que le sondeur communique avec la personne mandatée par l'investisseur potentiel pour faire l'objet du sondage de marché et la réponse à cette demande ;
- 4 déclarer que, si la personne contactée accepte d'être visée par le sondage de marché, elle recevra des informations que le participant au marché communicant considère être des informations privilégiées, et une référence à l'obligation établie à l'article 11, paragraphe 7, du Règlement (UE) n° 596/2014 ;
- 5 si possible, communiquer une estimation du moment où l'information pourrait cesser d'être qualifiée de privilégiée, les facteurs susceptibles de modifier cette estimation et, en tout état de cause, des informations sur la manière dont la personne visée par le sondage de marché sera informée de tout changement de cette estimation ;

- 6 informer la personne visée par le sondage de marché qu'il lui est interdit d'utiliser ces informations, ou de tenter d'utiliser ces informations, en acquérant ou en cédant, pour son compte propre ou pour le compte d'un tiers, directement ou indirectement, les instruments financiers auxquels se rapportent ces informations ;

- 7 informer la personne visée par le sondage de marché qu'il lui est interdit d'utiliser ces informations, en annulant ou en modifiant un ordre qui a déjà été passé concernant un instrument financier auquel se rapportent ces informations ;

- 8 informer la personne visée par le sondage de marché qu'en acceptant de recevoir les informations, elle est obligée de garder ces informations confidentielles ;

- 9 demander le consentement de la personne visée par le sondage de marché à recevoir des informations privilégiées et recueillir la réponse à cette demande ;

- 10 lorsque ce consentement est accordé, délivrer les informations aux fins du sondage de marché, avec indication de celles considérées par le participant au marché communicant comme des informations privilégiées.

- **Dresser une liste comportant l'identité des investisseurs potentiels auxquels les informations ont été divulguées**, y compris, mais pas uniquement, les personnes physiques et morales agissant au nom des investisseurs potentiels, la date et l'heure de chaque communication et le détail des contacts avec les personnes sondées. Le participant au marché communicant fournit cette liste enregistrement à l'autorité compétente, à la demande de celle-ci.

Lorsque les informations divulguées lors d'un sondage cessent d'être des informations privilégiées selon l'évaluation du participant au marché communicant, informer dès que possible la personne visée par le sondage de marché et conserver un enregistrement de cette communication.

<sup>12</sup> Article 11 paragraphe 5 Règlement MAR 596/2014 et Règlement délégué 2016/960.

<sup>13</sup> Lorsque le sondage ne s'accompagne pas de la transmission d'une information privilégiée, seules les étapes sont listées au 4 de l'article 3 du Règlement délégué 2016/960.

- Enregistrer et conserver pendant 5 ans l'évaluation de la nature de l'information communiquée lors du sondage, les procédures, le script de chaque sondage, une liste des personnes sondées telle que détaillée ci-dessus, toutes les informations échangées avec la personne visée par le sondage de marché, quelle que soit la modalité de communication (téléphonique, écrit, vidéo ou réunion), l'enregistrement des conversations de sondage ou les minutes écrites lorsque ces sondages ont eu lieu sans enregistrement et les informations ayant conduit à estimer que l'information communiquée n'est plus privilégiée.

### 6.3 Obligations du sondé<sup>14</sup>

Les principales obligations sont :

- **établir, mettre en œuvre et maintenir des procédures internes adaptées et proportionnées** à l'ampleur, à la taille et à la nature de ses activités commerciales destinées notamment à s'assurer que l'information reçue à l'occasion du sondage n'est communiquée que via des lignes de reporting prédéterminées ou selon le principe du "need to know" ;
- dispenser une **formation** au personnel ;
- communiquer le souhait de ne pas recevoir de sondage le cas échéant ;
- **déterminer le moment où les interdictions prennent fin** ;
- **déterminer la liste des instruments financiers concernés** ;
- **traiter les comptes rendus de conversations** ;
- effectuer une **évaluation indépendante du caractère privilégié de l'information communiquée** par la personne sondée sur base des 4 critères (cf. schéma p. 6) et en tenant compte de l'évaluation faite par le sondeur et de toute autre information détenue ;
- **gérer et contrôler le flux d'information privilégiée** résultant du sondage de marché de manière à ne pas utiliser ou divulguer<sup>15</sup> l'information privilégiée obtenue ;
- **conserver** « des enregistrements des éléments suivants sur des supports durables qui garan-

tissent leur accessibilité et leur lisibilité pendant une période d'au moins cinq ans :

- a. les procédures internes visées au paragraphe 1 des guidelines ;
- b. les notifications visées au paragraphe 2 des guidelines ;
- c. les évaluations visées au paragraphe 3 des guidelines et les raisons ayant amené à ces évaluations ;
- d. l'évaluation des instruments liés visée au paragraphe 4 des guidelines ;
- e. les personnes travaillant pour elles en vertu d'un contrat de travail ou qui remplissent des tâches dans le cadre desquelles elles ont accès aux informations communiquées dans le cadre des sondages de marché, classées par ordre chronologique pour chaque sondage de marché ».

Pour connaître plus précisément le contenu des obligations à mettre en œuvre, la société de gestion doit se référer aux orientations ESMA relatives aux *Personnes Visées par les Sondages de marché* (PVS) 2016/1477.

### 6.4 Dispositif de contrôle

Les dispositifs relatifs aux sondages de marché peuvent varier selon les sociétés de gestion.

**Celles-ci doivent établir, mettre en œuvre et maintenir des procédures internes adaptées et proportionnées à l'ampleur, à la taille et à la nature de ses activités commerciales.**

Les SGP, dans le cadre de bonnes pratiques, peuvent s'assurer peuvent s'assurer notamment :

- **qu'une personne spécifique, correctement formée, ou un point de contact** a été désignée afin de recevoir les sondages de marché (dans ce cas, en informer les sondeurs) ;
- que les informations reçues dans le cadre du sondage de marché sont communiquées en interne **uniquement par le biais de canaux de déclaration prédéterminés et uniquement aux personnes qui ont besoin de les connaître** ; le

<sup>14</sup> Cf. les orientations ESMA relatives aux *Personnes Visées par les Sondages de marché* (PVS) 2016/1477.

<sup>15</sup> Sauf lorsque cette divulgation a lieu dans le cadre normal de l'exercice d'un travail, d'une profession ou de fonctions comme prévu à l'article 10 1 du Règlement MAR 596/2014.

personnel recevant et traitant les informations obtenues dans le cadre du sondage de marché est correctement formé quant aux procédures internes applicables et aux interdictions ;

- que le point de contact est un employé de la table (en cas de table de négociation interne ou externalisée) ;
- que les flux des informations privilégiées sont gérés et contrôlés pour s'assurer et vérifier leur non utilisation et leur non communication à des tiers.

### Personnes de contact

Certaines sociétés de gestion ont fait le choix d'identifier des personnes de contact pour recevoir les sondages de marchés. Dans ce cas, **l'identité de ces personnes doit être communiquée aux sondeurs**. Lorsqu'un participant au marché communicant ("le sondeur") entend pratiquer des sondages de marché lors de la préparation d'une opération financière sur le marché primaire ou lors d'une opération de placement, d'acquisition ou de cession d'instruments financiers auprès d'un gérant de portefeuille, le gérant concerné

ne peut accepter directement la demande de sondage. Ainsi, seules les personnes de contact désignées sont autorisées à accepter un sondage de marché. Tout gérant qui serait donc contacté par un participant au marché communicant ne peut répondre directement au sondeur et doit donc transférer la demande aux personnes désignées.

D'autres sociétés de gestion informent les sondeurs via leur site internet ou tout autre moyen que toutes les requêtes relatives aux sondages de marché doivent être envoyées à une adresse email précise. Il peut arriver que le service de conformité et de contrôle interne prenne en charge ces demandes. Dans ce cas, la société de gestion contacte dans les plus brefs délais le sondeur de la personne à contacter et leur indique les démarches à suivre. Ils sont priés de ne contacter aucun collaborateur de la société directement avant de joindre le service de conformité et de contrôle interne.

Enfin, certaines sociétés de gestion interdisent formellement la réception de sondage de marché et doivent le notifier aux sondeurs (*cf.* obligations issues du paragraphe 11 des guidelines).

## 7. LISTES D'INITIÉ, DE SURVEILLANCE ET D'INTERDICTION

### 7.1 Inscription sur la liste d'initié

Lorsqu'une société de gestion reçoit une information privilégiée, par exemple à l'occasion d'un sondage de marché, et que suite à l'analyse de la nature de l'information communiquée, le sondé a conclu qu'il s'agissait d'une information privilégiée, **les personnes concernées doivent être inscrites sur la liste d'initiés**<sup>16</sup> tenue par la société de gestion.

Il convient, dans ce cadre, d'en informer les collaborateurs concernés et de leur rappeler les règles applicables à la détention, à la communication et à l'exploitation d'une information privilégiée et des sanctions encourues en cas de violation de ces règles.

Notamment :

- qu'ils ont reçu une information privilégiée sur l'émetteur concerné ;
- l'interdiction absolue d'acheter ou de vendre tous instruments financiers liés à cet émetteur pour leur compte propre ou pour le compte des portefeuilles qu'ils gèrent jusqu'à ce que l'information soit rendue publique ;
- l'interdiction absolue de communiquer cette information à des collègues ou à d'autres personnes.

### 7.2 Inscription de la valeur concernée sur la liste de surveillance<sup>17</sup>

La société de gestion de portefeuille établit et garde opérationnelle **une procédure appropriée organisant la surveillance des émetteurs et des instruments financiers sur lesquels elle dispose d'une information privilégiée**.

Cette surveillance porte sur :

- les transactions sur instruments financiers effectuées par la société de gestion de portefeuille pour son compte propre ;

- les transactions personnelles, définies à l'article RGAMF 321-42, réalisées par ou pour le compte des personnes concernées mentionnées au premier alinéa de l'article RGAMF 321-43.

À cette fin, la conformité établit une **liste de surveillance** recensant les émetteurs et les instruments financiers sur lesquels la société de gestion de portefeuille dispose d'une information privilégiée.

Les équipes concernées informent le responsable de la conformité et du contrôle interne dès qu'elles estiment détenir des informations privilégiées. Dans ce cas, l'émetteur ou les instruments financiers concernés sont inscrits, sous le contrôle du responsable de la conformité et du contrôle interne, sur la liste de surveillance qui comporte le motif de l'inscription d'un émetteur ou d'un instrument financier sur la liste de surveillance et les noms des personnes ayant accès à l'information privilégiée.

Les dispositions de l'alinéa précédent ne s'appliquent pas lorsqu'en sa qualité d'émetteur d'instruments financiers la société de gestion de portefeuille tient la liste d'initiés prévue par le Règlement MAR.

Les équipes concernées informent le responsable de la conformité et du contrôle interne lorsqu'elles estiment que les informations qu'elles avaient transmises en application du cinquième alinéa ont cessé d'avoir un caractère privilégié.

Les éléments contenus dans la liste de surveillance sont confidentiels ; leur diffusion est restreinte aux personnes nommément désignées dans les procédures mentionnées ci-dessus.

La société de gestion de portefeuille exerce sa surveillance conformément à ses procédures pour s'assurer de la non circulation de l'information privilégiée. Le cas échéant, elle peut imposer toute restriction qu'elle juge nécessaire, dans le cadre de son dispositif de prévention des abus

<sup>16</sup> Par liste d'initiés, il faut comprendre ici la liste issue des orientations ESMA en matière de sondage de marché qui prévoient au §16e) la tenue d'une liste des personnes ayant accès aux informations communiquées à l'occasion d'un sondage. Il est précisé que la liste d'initié au sens de MAR ne concerne que les émetteurs ou les personnes agissant en leur nom ou pour leur compte, ce qui n'est pas le cas pour une majorité de sociétés de gestion (sauf celles cotées sur un marché réglementé).

<sup>17</sup> Cette obligation est issue du Règlement général de l'AMF.

de marché. En cas de sondage par exemple, une surveillance peut, selon les sociétés de gestion, concerner l'équipe de gestion ayant reçu le sondage de marché ou être étendue à l'ensemble des équipes de gestion de la société de gestion voire du Groupe. Par exemple, il peut être utile de mettre en place une surveillance sur les ordres en cours liés à une valeur qui ferait l'objet d'un sondage de marché avec information privilégiée.

La société de gestion prend des mesures appropriées lorsqu'elle constate une anomalie.

Elle conserve, sur un support durable, la trace des mesures qu'elle a prises, ou, si elle ne prend aucune mesure en présence d'anomalie significative, les raisons de son abstention.

### 7.3 Inscription de la valeur concernée sur la liste d'interdiction<sup>18</sup>

La société de gestion de portefeuille établit et garde opérationnelle une procédure appropriée de contrôle du respect de toute restriction applicable :

- aux transactions sur instruments financiers effectuées par le compte propre de la société de gestion de portefeuille ;
- aux transactions personnelles, définies à l'article RGAMF 321-42, réalisées par ou pour le compte des personnes concernées mentionnées au premier alinéa de l'article RGAMF 321-43.

À cette fin, la conformité établit une liste d'interdiction qui recense les émetteurs ou les instruments financiers pour lesquels la société de gestion de portefeuille doit restreindre ses activités ou celles des personnes concernées en raison :

- des dispositions légales ou réglementaires auxquelles elle est soumise autres que celles résultant des obligations d'abstention prévues aux articles 8, 10 et 14 du Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 ;
- de l'application d'engagements pris à l'occasion d'une opération financière.

Cette liste d'interdiction contient uniquement de l'information publique.

La société de gestion de portefeuille inscrit également sur cette liste les émetteurs et / ou les instruments financiers pour lesquels elle estime nécessaire d'interdire ou de restreindre l'exercice d'un service d'investissement, d'une activité d'investissement ou d'un service connexe. La société de gestion de portefeuille détermine, à partir de la liste d'interdiction, quelles équipes sont soumises aux restrictions mentionnées ci-dessus et selon quelles modalités. Elle porte la liste et la nature des restrictions à la connaissance des personnes concernées affectées par ces restrictions.

La société de gestion peut paramétrer dans son outil de *Front Office* une limite *pre-trade* bloquante interdisant toute opération portant sur l'ensemble des titres émis par la société concernée.

<sup>18</sup>) Cette obligation est issue du Règlement général de l'AMF.



## 8. TABLE DE NÉGOCIATION INTERNE/EXTERNE

Le recours à une table de négociation consiste pour la société de gestion à confier à une autre équipe le soin d'exécuter ses ordres selon des conditions et un processus convenus entre les parties. Une telle organisation doit amener la société de gestion à veiller à ce que son dispositif de lutte contre les abus de marché soit toujours adapté.

En présence d'une table de négociation interne ou externe qui voit passer tous les ordres de la société de gestion, certains scénarii d'alertes peut être revus voire abandonnés car devenus sans objet. Ainsi, **il est possible que des scénarii ne soient plus applicables à la société de gestion, mais soient du ressort de celui qui exécute dans le marché, ici la table de négociation.**

Sans que cette liste ne soit exhaustive, voici quelques-uns des points à prendre en compte pour adapter son dispositif :

- **si la table de négociation est interne** à la société de gestion, il s'agit davantage d'une organisation interne. Cette séparation des tâches entre gestion et négociation est un élément essentiel du dispositif de lutte contre les abus de marché. La société de gestion reste pleinement responsable de son dispositif. Des impacts peuvent apparaître comme le déploiement de scénarii d'alertes propres à l'ordre lui-même et d'autres à sa négociation par la table. Ainsi les conditions d'exécution de l'ordre sont de la responsabilité du négociateur, pas du gérant ;
- **si la table de négociation est externe** (= une entité juridique distincte de la société de gestion), l'adaptation du dispositif doit tenir compte du

fait que cette entité doit également, du fait de ses propres obligations réglementaires, mettre en place un dispositif de lutte contre les abus de marché approprié. Il est rappelé que la société de gestion dont la table de négociation est externe conserve la responsabilité de l'ensemble des dispositions de la réglementation MAR. Elle aura besoin de comprendre les impacts de cette organisation autour d'une table de négociation externe et de vérifier auprès de son prestataire quelles sont les réponses apportées en termes de dispositif.

- En terme d'organisation, une bonne pratique est de conduire une diligence permettant de sélectionner le prestataire.
- En cours de vie, plusieurs moyens existent pour que la société de gestion puisse justifier son dispositif de contrôle. À titre d'exemple, un reporting sur le dispositif de lutte contre les abus de marché, voire obtenir de son prestataire une attestation de conformité de son dispositif de lutte contre les abus de marché.
- Si certains ordres restent exécutés par la société de gestion, il convient de regarder quel est le dispositif pour ces ordres, fussent-ils moins nombreux.

Ainsi, le recours à un autre acteur pour négocier des instruments financiers doit amener la société de gestion à en appréhender les impacts en terme de dispositif de lutte contre les abus de marché et à conduire les actions nécessaires pour l'adapter.

## 9. MOYENS DE SENSIBILISATION / FORMATION AU SEIN DES SGP

Différentes solutions sont envisageables en terme de formation : présentielle, e-learning, information régulière (analyse des enseignements à retenir suite à une sanction par exemple), attestation interne de reconnaissance de connaissance des règles d'abus de marché.

Afin de répondre aux obligations de sensibilisation et de formation de la SGP sur MAD2 / MAR, il peut être utile de coupler plusieurs actions selon les populations de collaborateurs concernés (approche par les risques) parmi lesquelles :

- un e-learning obligatoire pour tous les collaborateurs comprenant une partie théorique et un test de connaissance (score minimum requis pour valider l'e-learning par exemple) ;
- une formation périodique en présentielle pour les collaborateurs les plus sensibles (gérants, négociateurs, analystes, etc.) qu'elle soit réalisée en interne ou par un organisme externe ;
- une analyse (si possible sur occurrence) des sanctions et une communication en interne auprès des collaborateurs les plus exposés ;

- des communications périodiques (emails) de la conformité sur les définitions / procédures en place en relation avec des thématiques abus de marché (information privilégiée, sondages de marché) ;
- engagement (pour les collaborateurs les plus sensibles) de la connaissance / du respect des règles d'abus de marché (exemple : signature du recueil de règles par un gérant).

Citons à titre d'exemple quelques bonnes pratiques :

- la sensibilisation de tout nouveau collaborateur à son arrivée ;
- que tous les collaborateurs les plus risqués soient formés au moins tous les 2 ans dans le cadre du programme de formation de la société ;
- l'intégration de ce suivi de formation au processus de revue des performances annuelles des collaborateurs.



## 10. QUE FAIT-ON EN CAS DE SOLLICITATION D'UNE AUTORITÉ DE RÉGULATION ÉTRANGÈRE ?

Précaution : l'objet de ce paragraphe n'est pas de répondre aux questions liées à la territorialité des déclarations d'opérations suspectes telles que visées par le Règlement MAR en son article 16 alinéas 3 et 4.

Le Règlement européen MAR définit les règles applicables dans tous les États membres en matière de lutte contre les abus de marché. Il permet de garantir des conditions homogènes en évitant des exigences nationales divergentes découlant de la transposition d'une directive. Il rend également la réglementation moins complexe et réduit les coûts de mise en conformité pour les entreprises, en particulier celles qui mènent des activités sur une base transfrontalière. Les autorités de tutelle hors de l'Union Européenne, par exemple comme en Asie et aux USA, sont également vigilantes et émettent des sanctions portant sur des abus de marché.

Le règlement MAR stipule dans son article 22 que l'autorité compétente veille à l'application des dispositions du présent règlement sur son territoire, en ce qui concerne l'ensemble des **actions réalisées sur son territoire** et les **actions réalisées à l'étranger se rapportant à des instruments admis à la négociation sur un marché réglementé**, pour lesquels une demande d'admission à la négociation sur un tel marché a été introduite, mis aux enchères sur une plate-forme d'enchères ou qui sont négociés sur un MTF ou sur un OTF ou **pour lesquels une demande d'admission à la négociation a été présentée sur un MTF opérant sur son territoire**.

Pour les sociétés de gestion évoluant dans un contexte international, avec des structures juridiques plus ou moins complexes (filiales ou succursales de sociétés mères basées dans l'UE ou hors UE), il peut être compliqué de savoir quelle autorité de tutelle est compétente.

En pratique, une entité régulée en France par l'AMF doit répondre seulement aux sollicitations provenant de l'AMF.

En cas de demande d'une autorité étrangère, de l'Union européenne ou hors de l'Union européenne, la société de gestion doit indiquer à l'Autorité étrangère de se mettre en relation directement avec l'AMF. Cette dernière pourra, de sa propre initiative, interroger ensuite la société de gestion qui est sous sa supervision. La présence sous forme de succursale ou le fait pour une société de gestion de gérer un fonds d'une juridiction autre que française ne modifie pas ce principe.

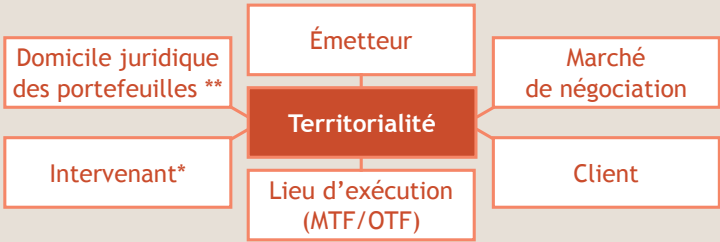

Nous allons utiliser deux cas pratiques afin de lister quelques bonnes pratiques dans le cadre d'investigation de routine ou de demande de la part d'un régulateur.

### Cas pratique n° 1

Le RCCI d'une SGP française régulée par l'AMF reçoit une demande sur les détails d'un ordre émis par un de ses gérants, basé à Paris, pour le compte d'un fonds luxembourgeois sur un instrument financier dont le marché principal de négociation est un marché réglementé allemand. Nous déroulerons les étapes en distinguant 3 différents cas :

- la demande vient de l'AMF
- la demande vient de la Bafin
- la demande vient de la CSSF

Voici un exemple de ce que pourrait être un processus à mettre en place dans notre cas pratique.

N°	Que faire ?	Quoi ? Comment ?	Qui ?
1	Accuser réception de la demande	<p>Utiliser le même format que celui utilisé par l'autorité de régulation (ex : email si la demande a été reçue par email).</p> <p>Dans la majorité des cas la demande viendra de l'AMF donc rédaction en français. Pour les rares cas où une demande proviendrait d'un régulateur étranger, utiliser le français pour les francophones et l'anglais pour les autres pays.</p> <p>On informe le(s) dirigeant(s) sans délai.</p>	Services juridique / conformité / risque.
2	S'assurer du champ de compétence de l'autorité de régulation et définir le périmètre de la demande	<p>Le schéma ci-contre peut aider à synthétiser les différentes territorialités devant être considérées lors d'une transaction :</p>  <p>D'après l'article 22 de MAR, il convient de se limiter aux territorialités suivantes :</p>  <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <u>Cas n° 1 : la demande vient de l'AMF</u> Reprenant le schéma ci-dessus, ici l'AMF est reconnue compétente du fait que l'entité est régulée par l'AMF et que le gérant est basé en France.</li> <li>▪ <u>Cas n° 2 : la demande vient de la Bafin</u> La Bafin est reconnue compétente car le marché principal de négociation de l'instrument financier est un marché allemand, mais la demande doit être adressée via l'AMF notamment en raison de la loi de blocage.</li> <li>▪ <u>Cas n° 3 : la demande vient de la CSSF</u> La question de la compétence se pose dans ce cas car le domicile juridique du fonds n'est pas explicitement mentionné dans l'article 22 de MAR. Cependant, les opérations ont été passées pour le compte d'un fonds luxembourgeois.</li> </ul> <p>Dans ce cas, il est possible de se faire confirmer par l'AMF que la CSSF n'est pas compétente dans ce cas-là. La CSSF doit adresser sa demande d'informations à l'AMF qui pourra ensuite la faire suivre à la société de gestion.</p> <p>À noter que la nature de l'entité juridique (filiale ou succursale) ne change pas la donne quant à la compétence de l'autorité à mener cette investigation.</p>	<p>Soit :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ service juridique</li> <li>▪ cabinet d'avocats externe : fortement recommandé d'autant plus que la structure est complexe.</li> </ul>

\* Gérants, Traders, PSI, Succursales de PSI

\*\*UCITS, FIA, mandats de gestion

N°	Que faire ?	Quoi ? Comment ?	Qui ?
3	Lever toutes les ambiguïtés /doutes de la demande avec le régulateur	Solliciter un entretien ou un échange avec le régulateur afin de lever les ambiguïtés.	Service juridique / conformité, accompagné éventuellement d'un avocat externe si besoin.
4	Collecter les données	Solliciter les services concernés : la gestion, la table d'exécution, les opérations, le service informatique afin d'obtenir tous les détails de l'ordre : date et heure du passage de l'ordre, date et heure de l'exécution de l'ordre, justification de la décision d'investissement, etc. Contexte de marché : que s'est-il passé sur ce titre : mouvement anormal du cours ? annonce de résultats financiers ou OPA, etc. ?	Tous les services concernés : opérations, service responsable de l'enregistrement et de la conservation des données, service informatique, etc. Si nécessaire recourir à des prestataires externes (type cabinet de conseil).
5	Revue et analyse des données	Identifier les incohérences, anomalies et éventuelles transactions suspectes : horodatage, cohérence de l'enchaînement des événements, l'ordre avait-il une taille significative au regard du volume moyen traité, utilisation d'information privilégiée, etc.  Si besoin : procéder à un STOR <sup>19</sup> en parallèle. Dans notre exemple le STOR se fera auprès de l'AMF qui transmettra ensuite à la Bafin.	Services conformité/risque.
6	Rédiger la réponse au régulateur	Ne s'en tenir qu'aux informations demandées par le régulateur.  Rester factuel.  Utiliser le français pour répondre à l'AMF.	Service juridique / conformité, accompagné éventuellement d'un avocat externe si besoin.
7	Envoyer la réponse au régulateur	Si le régulateur le propose, utiliser son système de télétransmission, sinon par courrier recommandé avec accusé réception.	Service juridique / conformité ou le dirigeant de la société.

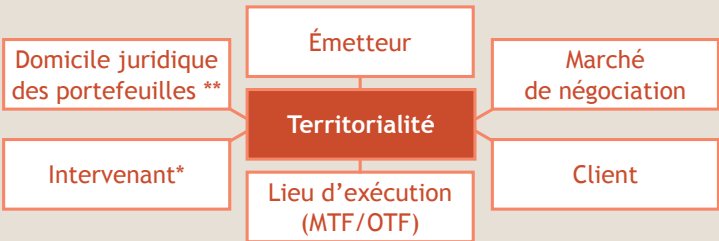

<sup>19)</sup> Suspicious Transaction Order Report ou déclaration d'opérations suspectes.

## Cas pratique n° 2

Le RCCI d'une SGP française régulée par l'AMF reçoit une demande sur les détails d'un ordre émis par un de ses gérants basé à Paris, pour le compte d'un fonds luxembourgeois sur un instrument financier dont le marché principal de négociation est un marché réglementé américain. Nous déroulerons les étapes en distinguant 2 différents cas :

- la demande vient de l'AMF
- la demande vient de la SEC

Par rapport aux étapes listées dans le cas pratique n° 1, seule l'étape suivante (2) est modifiée :

N°	Que faire ?	Quoi ? Comment ?	Qui ?
2	S'assurer du champ de compétence de l'autorité de régulation et définir le périmètre de la demande	<p>Le schéma ci-contre peut aider à synthétiser les différentes territorialités devant être considérées lors d'une transaction :</p>  <p>D'après l'article 22 de MAR, il convient de se limiter aux territorialités suivantes :</p>  <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <u>Cas n° 1 : la demande vient de l'AMF</u> Reprenant le schéma ci-dessus, ici l'AMF est reconnue compétente du fait que l'entité est régulée par l'AMF et que le gérant est basé en France.</li> <li>▪ <u>Cas n° 2 : la demande vient de la SEC</u> Dans ce cas, la SEC doit passer par le canal de coopération avec l'AMF notamment en raison de la loi de blocage. La société de gestion pourra indiquer à la SEC qu'elle doit se mettre en rapport avec l'AMF. Il convient alors d'en référer directement à l'AMF afin de se faire confirmer si la demande de la SEC est légitime, notamment du point de vue de la réglementation en vigueur en France.</li> </ul>	<p>Soit :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ service juridique</li> <li>▪ cabinet d'avocats externe : fortement recommandé d'autant plus que la structure est complexe.</li> </ul>

\* Gérants, Traders, PSI, Succursales de PSI

\*\* UCITS, FIA, mandats de gestion

## 11. OBLIGATIONS D'UNE SOCIÉTÉ DE GESTION QUI GÈRE UN FONDS ADMIS À LA COTE D'UN MARCHÉ FINANCIER

Une part de fonds admis à la cotation sur un marché réglementé tombe *de facto* sous le coup du Règlement MAR et notamment de son article 17.1 qui stipule :

- « Tout émetteur rend publiques, dès que possible, les informations privilégiées qui concernent directement ledit émetteur et au terme de l'article 17.4 du Règlement MAR (différé d'information) : l'émetteur "peut, sous sa propre responsabilité, différer la publication d'une information privilégiée", sous réserve du respect des **trois conditions cumulatives** suivantes :
- la publication immédiate est susceptible de porter atteinte aux intérêts légitimes de l'émetteur ;
  - « le retard de publication n'est pas susceptible d'induire le public en erreur ;
  - l'émetteur [...] est en mesure d'assurer la confidentialité de ladite information ».

Par ailleurs, des listes d'initiés doivent être établies dans le **respect du format prévu** par le Règlement d'exécution (UE) 2016/347 de la Commission du 10 mars 2016, qui complète le Règlement MAR en définissant des normes techniques d'exécution précisant le format des listes d'initiés et les modalités de la mise à jour de ces listes. Ces listes sont susceptibles d'être transmises au régulateur sur demande de ce dernier.

Enfin, l'article 19 du Règlement MAR fixe les obligations qui incombent aux dirigeants de l'émetteur quant à la déclaration au Régulateur des transactions personnelles.

**L'AFG souhaite attirer l'attention des sociétés de gestion** qui viendraient à solliciter l'admission ou à approuver la cotation, sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation, des fonds (qu'ils soient indiciels, ETF ou fonds de gestion active) et rappelle les dispositions 5.6 et 5.7 du Q&A publié par l'ESMA.

S'agissant de tels fonds, le Q&A de l'ESMA implique pour les SGP :

- l'obligation de déclaration des informations privilégiées applicables aux sociétés de gestion, même si les modalités d'application de l'article 17 de MAR n'offrent pas de précisions supplémentaires aux SGP ;
- l'obligation de tenue d'une liste d'initié (article 18 de MAR) ;
- l'obligation de déclaration par les dirigeants des sociétés de gestion sur leurs opérations personnelles (article 19 de MAR).

---

L'Association Française de la Gestion financière (AFG) représente et promeut les intérêts des professionnels de la gestion pour compte de tiers. Elle réunit tous les acteurs du métier de la gestion d'actifs, qu'elle soit individualisée (mandats) ou collective. Ces derniers gèrent plus de 4 000 milliards d'euros d'actifs, soit un quart du marché de la gestion d'Europe continentale.

---

L'AFG remercie les membres du Groupe de travail Abus de marché qui ont participé à l'élaboration de ce Guide, et en particulier son président Gonzague DRUART (Schroders). Le Groupe de travail Abus de marché est rattaché à la Commission Déontologie et Conformité présidée par Monique DIAZ (AXA Investment Managers Paris). Valentine BONNET, Directrice Gouvernement d'entreprise et Conformité (AFG), a coordonné ces travaux.

---

Publication réalisée par le pôle Expertises de l'AFG  
Valentine Bonnet, Directrice Gouvernement d'entreprise et Conformité | T : +33 (0) 44 94 94 00 | v.bonnet@afg.asso.fr

---