

**CONSULTATION PUBLIQUE DE L'AMF
SUR LES MODIFICATIONS A APPORTER A SA
DOCTRINE « ÉMETTEUR »
EN VUE DE L'ENTREE EN APPLICATION
DU REGLEMENT EUROPEEN
SUR LES ABUS DE MARCHÉ**

Réponse de l'AMAFI

L'AMF a lancé le 9 mai 2016, et jusqu'au 7 juin, une consultation publique sur les modifications à apporter à sa doctrine « Emetteur » sur les interventions des émetteurs cotés sur leurs propres titres et l'abandon de certaines pratiques de marché admises dans la perspective de l'entrée en application du règlement abus de marché (ci-après « MAR »).

Cette doctrine prendrait la forme d'un « *Guide relatif aux interventions des émetteurs cotés sur leurs propres titres et à la mise en œuvre de la stabilisation* », contenant des Positions et Recommandations et, en annexe, une version modifiée de l'Instruction n° 2005-06 relative aux « *modalités de déclaration des opérations des émetteurs sur leurs propres actions et des opérations de stabilisation* ».

L'AMAFI souhaite formuler, sur ces projets de textes soumis à consultation, un certain nombre d'observations énoncées ci-après en suivant l'architecture du projet de Guide qui est proposé. A cet effet, elle fait référence naturellement à MAR ainsi qu'aux dispositions du projet de Règlement délégué relatif aux programmes de rachat et aux mesures de stabilisation publié le 8.3.2016 (le Règlement délégué).

LES OPERATIONS DE RACHAT D' ACTIONS PROPRES PAR UN EMETTEUR

1. Les Interventions sur actions propres de l'émetteur bénéficiant de la présomption irréfragable de légitimité (article 5 de MAR)

1.1 Volume maximal (§ 1.3.1 du Projet de Guide)

L'article 3 (3) du Règlement délégué prévoit une limite de volume, par rapport au volume quotidien moyen des actions échangées sur la plateforme de négociation sur laquelle le rachat est effectué, pour bénéficier de la présomption de légitimité posée par l'article 5.1 de MAR.

La question qui se pose pour le calcul de cette limite est de savoir si :

- seules les transactions bénéficiant de la présomption de légitimité doivent être prises en compte pour le calcul du volume quotidien moyen négocié (le 100%) et pour le calcul de la limite de 25% de ce montant ou si,

- toutes les transactions, entrant ou non dans le champ du *safe harbour*, doivent être prises en compte à cet effet.

Concrètement, par exemple :

- les transactions OTC (non rapportées - v. *infra* au § 1.2.1 l'interrogation sur cette notion - à une plate-forme de négociation) qui ne bénéficient pas de la présomption de légitimité d'une part, et
- les transactions conclues bilatéralement puis rapportées à une plateforme de négociation, qui en bénéficient,

sont-elles comprises dans le calcul du volume moyen quotidien (le 100%) et sont-elles incluses ou exclues du volume maximal autorisé (le 25%) ?

Une clarification de l'AMF serait très souhaitable sur ce point.

D'ailleurs la même question se pose concernant les conditions de prix (§ 1.3.1 du projet de Guide) pour lesquelles il serait souhaitable également que l'AMF clarifie le champ des opérations assujetties à ces conditions (les opérations bénéficiant de la présomption ou toutes les opérations, y compris celles ne bénéficiant pas de la présomption ?).

1.2 Exécution des transactions sur le marché (§ 1.3.3 du Projet de Guide)

1.2.1 Clarification de la notion de « transactions négociées »

Le projet de Guide s'efforce de préciser cette notion qui permettrait de faire rentrer dans le champ de la présomption certaines transactions réalisées en dehors d'une plate-forme de négociation.

La référence à la notion de « *negotiated trade* », avec un renvoi à une disposition du règlement d'application de la directive MIF de 2004, suscite toutefois deux observations :

- d'abord, si la référence à une telle notion était maintenue, il serait souhaitable qu'elle soit explicitée en totalité dans le projet de Guide sans qu'il soit besoin de se référer à un texte qui a vocation à disparaître dans un avenir proche (au moment de l'entrée en application du dispositif MIF 2).
- ensuite, l'explication qui est donnée, à savoir qu'il s'agit de « *transactions conclues bilatéralement entre deux contreparties en dehors d'une plateforme de négociation puis « rapportées » à une plateforme* » n'est pas suffisamment claire et fait substituer un doute important sur la signification qu'il faut donner au mot « *rapportées* » (notion qui figure également dans la définition qui est donnée de « *negotiated trade* »).

En effet, s'agit-il :

- d'opérations conclues de manière privée mais exécutées sur une plateforme de négociation, ou, de manière plus large,
- d'opération conclues de manière privée mais qui donnent lieu à une information de la plateforme de négociation ?

La clarification de l'AMF s'impose sur ce point du fait notamment des enjeux qui s'y attachent puisqu'il s'agit de déterminer quelles transactions de gré à gré vont pouvoir bénéficier de la présomption de légitimité.

1.2.2 Actions négociées au fixing – Clarification de la notion de « temps suffisant »

En application de l'article 3 (1) (c) du Règlement délégué, le projet de Guide prévoit que pour bénéficier de la présomption de légitimité, s'agissant des actions cotées uniquement au fixing, les ordres peuvent être placés ou modifiés « à condition que les participants de marché aient suffisamment de temps pour les prendre en compte ».

Il serait utile que l'AMF précise ce qu'elle entend par « temps suffisant » dans ce cas, notamment lorsque des automates d'exécution sont utilisés, car cette exigence pourrait, en fonction de la réponse que l'AMF apporterait à cette question, poser un véritable problème opérationnel.

1.3 Déclarations auprès du régulateur et publicité des transactions (§ 1.3.4 et 3.4 du Projet de Guide)

1.3.1 Reporting à l'ensemble des autorités compétentes

Cette obligation résulte de l'article 5 (3) de MAR et de l'article 2 (2) du Règlement délégué. Elle ne peut donc être contestée.

Toutefois, cette obligation pose une véritable difficulté opérationnelle, dans la mesure où, les émetteurs n'ont pas toujours connaissance des plateformes sur lesquelles leurs actions sont négociées. Doivent-ils de ce fait, notifier leurs opérations aux 28 régulateurs de l'UE, pour être certains de respecter l'obligation qui s'impose à eux ? Cette solution serait naturellement absurde et d'une très grande lourdeur, à la fois, pour les émetteurs et pour les régulateurs qui, pour la plupart d'entre eux, se verraient notifier des opérations qui ne les concernent pas.

Il y a donc là très clairement un véritable sujet qui devrait être traité par l'ensemble des régulateurs, au niveau de l'AEMF. L'AMAFI demande donc à l'AMF de faire ses meilleurs efforts pour que l'AEMF puisse y apporter une réponse adéquate, proportionnée et rapide.

1.3.2 Publication par voie de « diffusion effective et intégrale »

L'AMAFI s'interroge sur cette obligation. L'article 2 (3) du Règlement délégué prévoit une obligation de « publication adéquate », obligation que l'AMF propose de « traduire » en imposant une publication « par voie de diffusion effective et intégrale », qui ne semble pas pouvoir être satisfaite par la simple voie d'un communiqué mis en ligne sur le site de l'émetteur.

Si ceci est confirmé et que cela implique une diffusion réalisée par la voie d'un diffuseur en de multiples lieux de publication, il y aurait là une contrainte manifestement disproportionnée s'agissant de programmes de rachat qui donnent lieu à de multiples exécutions successives (à chaque fois que des actions sont rachetées en exécution du programme).

L'AMAFI se demande donc si une voie intermédiaire et raisonnable, mise en œuvre conformément au principe de proportionnalité que prévoient les traités européens, ne pourrait pas être trouvée pour satisfaire à l'exigence de « publication adéquate » sans pour autant peser de façon disproportionnée sur l'émetteur.

Il est observé à cet égard que l'AMF propose d'assujettir de la même façon les « autres rachats » non soumis à MAR, qui sont visés notamment au § 3.4 du projet de Guide, à une obligation de publication à J + 7 par la voie d'un communiqué par voie de diffusion effective et intégrale, ce qui par définition ne repose pas sur MAR. En outre, l'AMF n'explique aucunement en quoi une telle évolution lui semblerait nécessaire alors qu'une mise sur le site de l'émetteur était jusqu'à présent considérée comme suffisante.

S'il n'est peut-être pas souhaitable de préconiser des modes de publicité différents selon que l'on se trouve ou non dans le champ de MAR, pour autant il serait souhaitable que l'AMF puisse accepter un mode de diffusion (c'est bien le mode de diffusion du communiqué et non son contenu qui est en cause) plus proportionné.

1.4 Recours aux instruments dérivés (§ 1.4 du Projet de Guide)

L'AMAFI estime qu'il serait utile que l'AMF précise explicitement que :

- Le recours à des instruments dérivés dans le cadre de l'exécution d'un programme de rachat, s'il ne bénéficie pas de la présomption de légitimité, n'est pas illégal pour autant (même si cela alors semble devoir résulter implicitement de la dernière phrase de la page 3 du projet de Guide),
- Le recours à des instruments dérivés dans le cadre d'un programme de rachat ne prive pas les autres opérations conformes aux exigences de MAR du bénéfice de la présomption.

Cette dernière précision est particulièrement importante car la situation peut se présenter fréquemment de programmes de rachat exécutés en partie dans le cadre de MAR et en partie hors ce cadre (v. également infra le dernier alinéa de l'article 1.5.3).

Enfin, l'AMAFI souhaiterait que l'AMF reformule, au regard des nouvelles règles issues de MAR, sa position concernant les rachats réalisés dans le cadre de mécanismes de rachat à décote garantie par rapport au coût moyen pondéré ou « *accelerated share purchase* » qui avait fait l'objet d'une Question-Réponse (n° 9) dans sa Position n° 2009-17 sur la mise en œuvre du régime de rachat d'actions.

1.5 La réaffectation des titres (§ 1.5.2 et 3.6 du Projet de Guide)

1.5.1 Réaffectation des titres rachetés à des fins d'annulation

L'AMF indique que « *l'objectif d'annulation ne peut devenir sans objet et que les titres acquis par un émetteur aux fins de réduction de capital ne peuvent être réaffectés à un autre objectif, ni être cédés* ». Elle propose de donner à ces affirmations le caractère d'une « Position ».

Non sans ambiguïté d'ailleurs puisqu'alors que le projet de Position (p. 9 du projet de Guide) se présente comme une interdiction pure et simple, le tableau qui figure au § 3.6 du projet de Guide donne à penser au contraire que la réaffectation d'actions achetées à des fins d'annulation n'est pas interdite mais fait simplement « *perdre le bénéfice de la présomption de légitimité sur les acquisitions ou le programme* » (explication donnée au mot « non »).

Au-delà d'une clarification nécessaire si ce positionnement devait être maintenu, l'AMAFI n'y voit pas de justification dans les textes européens (MAR ou le Règlement délégué). Bien plus, elle considère que ce positionnement de l'AMF pourrait dans certaines circonstances constituer un frein à des opérations, par exemple de croissance, souhaitées par l'émetteur.

- Absence de fondement juridique : l'article 5 (2) énonce les objectifs qui permettent de bénéficier de la présomption de légitimité. Si, comme l'indique l'AMF, il est permis, en conservant la présomption de légitimité, de réaffecter les titres à un autre objectif énuméré à l'article 5 de MAR¹, pourquoi les titres acquis à des fins d'annulation (1^{er} objectif visé par l'article 5.2 de MAR) ne pourraient pas être valablement affectés à l'un des deux autres objectifs prévus à l'article 5 (2) b) et c) de MAR ? En en décidant

¹ Par exemple, des titres acquis à des fins de couverture de plans salariés peuvent être réaffectés à la couverture de titres de créances échangeables ou l'inverse.

autrement, le projet de Position AMF crée une contrainte supplémentaire qui ne repose sur aucun texte européen, dont elle ne justifie pas de surcroît la nécessité.

- Création d'un frein injustifié aux opérations de l'émetteur : sur un plan pratique, il peut tout à fait arriver, par exemple, qu'un émetteur ayant fait voter en assemblée générale, en forme AGO, un programme de rachat et en forme AGE l'autorisation donnée au conseil d'administration pour l'annulation des titres rachetés, mais n'ayant pas tout de suite procédé à l'annulation des titres concernés, se trouve, dans le délai de 24 mois, confronté à de nouvelles perspectives, telles qu'une opération de croissance externe pour laquelle il souhaite utiliser les titres rachetés à des fins d'annulation. Pourquoi ne pas le lui permettre ? Cela apparaîtrait d'ailleurs d'autant plus nécessaire si la PMA « croissance externe » ne devait pas malheureusement être renouvelée (v. infra § 2).

1.5.2 Réaffectation des titres issus d'un contrat de liquidité

De même, pourquoi prévoir que les titres résultant d'un contrat de liquidité ne pourraient-ils qu'être annulés et non réaffectés à un autre objectif, notamment un objectif prévu par MAR ? Ce n'était d'ailleurs pas la position de l'AMF précédemment puisque dans sa Position n° 2009-17 (modifiée le 27 avril 2013), elle indique que « *les actions affectées à un contrat de liquidité et qui figurent au solde du compte d'animation lorsqu'il est mis fin à ce contrat, peuvent être cédés par le PSI, comme le prévoit la définition de cette pratique de marché admise ou réaffectées à un autre objectif* ».

L'AMAFI ne comprend pas ce qui peut expliquer ce changement de position, d'autant que rien dans la pratique des contrats de liquidité n'interdit cette réaffectation². Elle demande donc à l'AMF de reconsidérer ce point ou, à tout le moins de justifier cette évolution.

1.5.3 Tableau de synthèse des possibilités de réaffectation ou de cession (§ 3.6 du Projet de Guide)

En plus de deux points mentionnés ci-dessus, l'AMAFI estime que le tableau proposé n'est pas d'une grande clarté.

Elle note par exemple que le même objectif est désigné sous deux appellations différentes (« *couverture de plans salariés* » et « *couverture de stock options* »).

Par ailleurs, comme indiqué ci-dessus (v. point 1.5.1), l'explication du « *non* », s'agissant de l'objectif d'annulation, semble en contradiction le projet de Position figurant en p. 9 du Projet de Guide.

Enfin, l'alternative mentionnée à cet égard (« *Non = perte du bénéfice de la présomption de légitimité sur les acquisitions ou sur le programme* ») confirme la nécessité d'une clarification sur un point de préoccupation de l'AMAFI déjà exprimé (v. supra § 1.4), à savoir que le fait qu'un élément de l'opération ne bénéficie pas de la présomption de légitimité n'affecte pas la présomption de légitimité qui s'attache aux autres éléments de l'opération conformes aux dispositions de MAR. Par exemple, la réaffectation d'une partie des titres acquis à des fins de couverture de plans salariés à des fins de contrat de liquidité n'affecte pas la présomption de légitimité qui s'attache au rachat et à l'affectation d'une partie des titres à la couverture de plans salariés. Une clarification est donc demandée sur ce point.

² Le principe n° 8 de sortie en espèces de la Charte de déontologie AMAFI concernant les contrats de liquidité du 8 mars 2011 prévoit que la société émettrice peut recouvrer la disponibilité d'un nombre de titres au moins équivalent à ceux qu'elle a affectés pour la mise en œuvre du contrat de liquidité.

1.6 La cession d'actions propres (§ 1.5.2 du Projet de Guide)

Le Règlement délégué prévoit que l'émetteur peut déroger aux restrictions d'intervention posées à l'Article 4 sans perdre le bénéfice de la présomption de légitimité si notamment l'exécution du programme de rachat est confiée à un PSI qui prend les décisions concernant les dates d'achat des actions de l'émetteur en toute indépendance.

L'AMAFI estime que l'émetteur devrait pouvoir bénéficier de cette présomption dans le cas où il mandate un PSI spécifiquement pour procéder à des cessions d'actions auto-détenues (sans pour autant être en charge des rachats du programme). C'est d'ailleurs ce qui est prévu sous l'empire de la position AMF n° 2009-17³.

Il serait souhaitable que l'AMF confirme ce point.

1.7 Les exceptions aux restrictions d'intervention (§ 1.6.3 du Projet de Guide)

L'article 4 du Règlement délégué prévoit des restrictions d'intervention ainsi que des exceptions auxdites restrictions. S'agissant de l'exception prévue au paragraphe (4), spécifique au cas particulier où l'émetteur est un PSI, l'AMF indique que le PSI peut :

*« **passer des ordres** sur ses actions propres **pour le compte de clients**, pendant les périodes d'abstention s'il a mis en œuvre et maintient des dispositions et procédures internes adéquates et efficaces, soumises au contrôle des autorités compétentes, pour empêcher la divulgation illicite d'informations privilégiées, par des personnes ayant accès à des informations privilégiées le concernant directement ou indirectement, y compris concernant les décisions d'acquisition arrêtées dans le cadre du programme de rachat, à des personnes chargées de **toute décision concernant la négociation d'actions propres sur la base d'une telle décision** ».*

L'AMAFI souhaite formuler trois observations en relation avec les trois expressions (ou portions de phrase) qu'elle a fait apparaître, à dessein, en gras souligné ci-dessus. En effet, elle estime que :

(i) L'expression « passer des ordres » est trop restrictive : d'abord, il faut observer que le paragraphe (4) de l'article (4) vise l'interdiction prévue aux points b) et c) du paragraphe 1 de cet article qui, en anglais, parle de « *trading* » et en français de « *négociation* », et non d'ordres. Or le terme négociation est plus large que celui d'ordres.

Un PSI peut, par exemple, vouloir acheter des « futures », des options listées ou des dérivés sur actions propres pour couvrir une position client. Il s'agit bien de « *négociation* » sur actions propres, comme l'a prévu le Règlement délégué mais pas d'ordre. C'est pourquoi, l'AMAFI propose que les mots « *passer des ordres sur ses actions propres* » soient remplacés par « **négocier des opérations sur ses actions propres** » ;

(ii) L'expression « pour le compte de clients » même si elle apparaît bien à l'article 4 (4) du Règlement délégué dans la version anglaise du texte – et non dans sa version française (v. le 3^{ème} commentaire ci-dessous) – devrait être entendu dans un sens plus large que le simple sens juridique pour couvrir également, à l'instar de ce qui a été évoqué au point (i) ci-dessus, les situations dans lesquelles un PSI achète des actions propres pour couvrir par exemple un dérivé conclu à la demande d'un client sur ses propres actions ou bien sur l'indice CAC40 dont son titre fait partie. Dans ce cas, le

³ Position AMF n° 2009-17, § 4.1 : « un émetteur ayant mis en œuvre un programme de rachat d'actions et ne pouvant bénéficier d'aucune des dérogations susmentionnées, devra donc, s'il souhaite garder la protection de la Présomption confier la cession de ses titres à un intermédiaire agissant de manière indépendante, c'est-à-dire décidant seul, sans être influencé par l'émetteur, des dates de cession et du nombre de titres cédés, dans le cadre d'un mandat de cession ».

PSI acquiert ses propres actions, *stricto sensu* pour son compte propre (et non pour le compte du client) mais économiquement, c'est bien pour les besoins d'une opération conclue avec un client, pour pouvoir satisfaire celui-ci.

C'est pourquoi, l'AMAFI propose qu'après les mots « *pour le compte de clients* » les mots suivants soient rajoutés : « **ou pour le besoin des opérations de ses clients** ».

(iii) La fin du paragraphe (4) de l'article 4 « (...) *toute décision concernant la négociation d'actions propres, lorsqu'elles négocient des actions propres sur la base d'une telle décision* », que l'AMF reprend exactement à la fin du § 1.6.3 de son projet de Guide, fait apparaître une erreur de traduction dans la version française du projet de Règlement délégué par rapport à la version anglaise.

En effet, alors que le paragraphe (4) se termine en anglais par "*to persons responsible for the trading of own shares on behalf of clients, when trading in own shares on behalf of those clients*", la version française, elle, reprend à l'identique la phrase utilisée au paragraphe qui précède (paragraphe (3)) rédigé comme suit « *à des personnes chargées de toute décision concernant la négociation d'actions propres, lorsqu'elles négocient des actions propres sur la base d'une telle décision* ».

Ce faisant, la version française du paragraphe (4) ignore complètement ce qui est spécifiquement visé par ce paragraphe, à savoir la situation dans laquelle le PSI agit sur ses actions propres pour le compte du client - notion qui doit être entendue également, comme indiqué ci-dessus au point (ii) comme visant des opérations réalisées par le PSI pour les besoins des opérations de ses clients et justifie de ce fait la demande d'ajout mentionné audit (ii).

L'AMAFI considère que ce point de traduction devrait être mentionné à la Commission européenne pour que la traduction française du Règlement délégué (qui n'est encore qu'un projet à ce stade) puisse être amendée en conséquence, avant sa publication. Il lui paraît important que les versions française et anglaise soient homogènes et notamment que la version française reflète bien ce qui a été voulu pour les autorités européennes. Elle demande donc instamment à l'AMF de bien vouloir faire le nécessaire à cet égard. Naturellement, cela impliquera, en ce qui concerne la doctrine de l'AMF, que la citation à la fin du paragraphe 1.6.3 soit amendée en conséquence.

2. Les Pratiques de marché admises (PMA) (article 13 de MAR)

L'AMAFI soutien pleinement la volonté de l'AMF de notifier le maintien de la PMA sur les contrats de liquidité actions à l'AEMF, qui devra alors donner un avis dans les deux mois qui suivent. Elle estime en effet que cette PMA a fait ses preuves de longue date et satisfait aux critères posés par l'article 13(2) de MAR. Et d'autant plus d'ailleurs que ces critères sont identiques⁴ à ceux qui, sous l'empire de la Directive Abus de marché de 2003, devaient être pris en compte dans l'évaluation des pratiques de marché (tels que ces critères sont énoncés à l'Article 2 de la Directive d'application 2004/72 du 29 avril 2004).

S'agissant de la PMA sur les contrats de liquidité obligataire, l'AMAFI observe que cette pratique n'a pas eu l'essor escompté depuis qu'elle a été reconnue. Il s'agissait à l'époque d'accompagner le développement de plateformes obligataires sur la Place de Paris qui, malgré les efforts menés en ce sens, est resté limité. L'environnement est aujourd'hui en évolution sensible du fait de la moindre présence des teneurs de marché, contraints désormais par les nouvelles normes prudentielles qui oblige les établissements à être particulièrement attentifs à la consommation de fonds propres réglementaires résultant de leurs activités par rapport aux résultats qu'elles dégagent. Cette évolution va encore s'accélérer avec l'entrée en application du nouveau dispositif MIF 2 dont l'un des objectifs est de favoriser le développement des plateformes multilatérales, et notamment obligataires. Il serait alors tout à fait dommageable qu'une PMA reconnaissant les contrats de liquidité obligataire ne puisse accompagner, de

⁴ Même s'ils sont formulés légèrement différemment et si les modalités de vérification de la conformité d'une pratique à ces critères sont davantage détaillées dans le projet de Règlement délégué.

façon fluide, ce développement. Surtout alors qu'aucun critère de reconnaissance des PMA, tel que posés par l'article 13-2 de MAR, ne lie cette reconnaissance à une mesure de l'intensité de l'utilisation de la pratique. L'AMAFI considère donc nécessaire que, comme hier, l'AMF reconnaisse une pratique utile au développement d'une certaine forme de marché que l'Autorité soutient d'ailleurs de longue date.

S'agissant de la PMA sur le rachat en vue de conservation et de remise ultérieure dans le cadre d'opérations de croissance externe, l'AMAFI regrette que l'AMF n'apporte pas vraiment d'élément confirmant le peu d'utilisation allégué de cette pratique et semble asseoir son argument sur le fait que cette PMA ne concourrait pas à « améliorer la liquidité du marché » sans étayer cette affirmation

Certes, si ces deux dernières PMA ne devaient pas être renouvelées, l'AMF rappelle que « l'abandon de ces pratiques n'aura pas pour conséquence d'en proscrire l'utilisation par les émetteurs mais fera perdre le bénéfice de la présomption simple de légitimité d'absence de manipulation de marché. Les émetteurs devront désormais pouvoir justifier que leurs interventions sont motivées par des raisons légitimes et sont réalisées en conformité avec la réglementation applicable ». Cette mention, qui ne figure aujourd'hui que dans le document de consultation, devrait alors impérativement être reprise dans le Guide qui sera publié. L'AMAFI souligne néanmoins que le renversement de la charge de la preuve qui sera alors opéré est de nature à décourager nombre d'émetteurs. Et cela, au moment même où de nombreuses voix, dont celle de l'AMF, cherchent les moyens de faciliter l'accès aux financements de marché des entreprises.

3. L'Instruction AMF n° 2005-06 modifiée

Il est proposé de faire figurer en annexe du projet de Guide l'instruction AMF n° 2005-06 modifiée.

L'AMAFI souhaite formuler à cet égard de trois observations :

- 3.1 L'impératif de lisibilité et de clarté qui doit s'appliquer à la doctrine de l'AMF impose **que cette instruction** ne porte pas un numéro ancien (2005-06) mais **soit renommée à sa date de publication** effective. Et d'autant plus que l'objectif principal de cette instruction est de mettre en œuvre les nouvelles dispositions d'un Règlement européen de 2014 (MAR) complété par un Règlement délégué de 2016. Sinon, comment comprendre qu'un texte de 2005 mette en œuvre des textes de 2014 et 2016, en mentionnant d'ailleurs expressément la référence à l'article 5 de MAR ? Cela serait d'autant plus incompréhensible que la mention « *modifiée le (...)* » n'apparaît aujourd'hui dans les documents de doctrine de l'AMF qu'en caractères peu lisibles en pied de page du document, alors qu'elle devrait figurer en évidence dans le titre de ces documents.

L'importance de ce Guide est d'ailleurs telle aux yeux de l'AMF qu'il est appelé à se substituer à sa Position n° 2009-17 sur la mise en œuvre du régime de rachats d'actions.

L'AMAFI estime donc qu'il est particulièrement important que ce Guide soit renommé avec la mention de l'année 2016 d'entrée en application de MAR.

- 3.2 Dans le tableau de l'Annexe 2 de l'Instruction intitulé « *Autres achats, y compris dans le cadre des pratiques de marché admises* », la 4^{ème} colonne se réfère à des ventes. Il apparaîtrait souhaitable que l'AMF précise de quelles ventes il s'agit (celles qui interviennent dans le cadre du contrat de liquidité ?)
- 3.3 Dans ce même tableau de l'Annexe 2 de l'Instruction intitulé « *Autres achats, y compris dans le cadre des pratiques de marché admises* », ce libellé qui s'oppose à celui de l'annexe 1 visant les rachats d'actions propres bénéficiant de la présomption irrefragable de l'article 5 de MAR tend à faire penser que :
 - le dénouement de produits dérivés par livraison d'actions propres a vocation à y figurer. Néanmoins, il est précisé juste avant le tableau qu'il s'agit d'une « *présentation agrégée*

par jour et par marché», ce qui semble exclure l'acquisition d'actions propres par le dénouement physique d'un produit dérivé, tel que le dénouement d'options sur actions propres conclues en couverture de stock-options attribuées à des salariés. En effet, ces livraisons ne passent pas par le marché ;

- la conclusion d'un produit dérivé pour procéder au rachat d'actions propres pourrait y figurer, notamment pour permettre aux émetteurs de remplir leurs obligations au titre de l'article 241-4 du RG AMF. Néanmoins, les cases du tableau ne semblent faire référence qu'à des achats au comptant et non à la conclusion de produits dérivés.

L'AMAFI invite donc l'AMF à préciser ces points et, le cas échéant, à adapter le tableau de l'annexe 2.

