

Transposition de la directive 2004/39/CE concernant les marchés d'instruments financiers

Consultation publique sur le projet
de modification du Livre V relatif
aux infrastructures de marché

Le projet de Règlement général est soumis à
[consultation publique jusqu'au 13 avril 2007](#)

Les commentaires doivent être envoyés à l'adresse suivante : mif@amf-france.org

SOMMAIRE

INTRODUCTION	4
TITRE I	9
MARCHES REGLEMENTES ET ENTREPRISE DE MARCHÉ.....	9
TITRE II.....	15
LES SYSTEMES MULTILATERAUX DE NEGOCIATION	15
TITRE III.....	19
LES INTERNALISATEURS SYSTEMATIQUES	19
AUTRES DISPOSITIONS DU LIVRE V	22
ANNEXE 1.....	23
PLAN DU LIVRE V	23
ANNEXE 2.....	26
SOURCES D'INFORMATION ET LIENS UTILES	26

INTRODUCTION

La directive 2004/39/CE concernant les marchés d'instruments financiers (« directive MIF ») a été publiée au Journal officiel de l'Union européenne le 30 avril 2004. Elle abroge la directive 93/22/CEE du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement (DSI), qui avait été transposée en droit français par la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières. Cette directive cadre est complétée par des mesures d'application prises par la Commission européenne sur la base des avis techniques proposés par le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (*Committee of European Securities Regulators*, ou CESR), une directive et un règlement, publiés le 2 septembre 2006 au J.O.U.E. :

- **le règlement** n° 1287/2006, qui regroupe principalement les mesures d'application relatives à la déclaration des transactions ainsi que les dispositions concernant la transparence des marchés et les critères d'admission des instruments financiers à la négociation sur un marché réglementé ;
- **la directive** n°2006/73/CE, qui contient les dispositions d'application relatives à l'organisation des prestataires de services d'investissement (PSI) et aux relations qu'ils ont avec leurs clients et clients potentiels .

Si le dispositif législatif communautaire est désormais finalisé, des travaux¹ se poursuivent au sein du CESR : ils ont pour objet de favoriser une convergence d'interprétation, entre les différents régulateurs, de certaines dispositions de la directive MIF et de ces textes d'application.

Dans le domaine des marchés et de la déclaration des transactions, les travaux ont concerné en priorité la publication des données de marché et la définition des mécanismes permettant de favoriser leur consolidation au niveau européen.

Les travaux législatifs

L'exercice de transposition conduit par l'AMF s'inscrit dans le cadre de la modification du code monétaire et financier, par voie d'ordonnance, en application de l'habilitation que le gouvernement a reçu du Parlement pour transposer la directive au plus tard le 1^{er} novembre 2007.

Les dispositions législatives afférentes aux infrastructures de marché figurent dans le Livre IV du code monétaire et financier. Modifiées pour tenir compte de la consultation publique clôturée le 1^{er} mars 2007 et de l'avis du

¹ Le calendrier de travail est disponible sur le site de CESR, à l'adresse suivante : <http://www.cesr.eu/index.php?page=groups&mac=0&id=53>.

Comité consultatif de la législation et de la réglementation financières (CCLRF), ces propositions de modifications sont disponibles sur le site de la Direction générale du Trésor et de la politique économique, à l'adresse suivante :

➤ http://www.dgtpe.minefi.gouv.fr/secteur_financier/dir2004-39-ce.htm

Le projet de modification du Livre V du règlement général de l'AMF a été élaboré en tenant compte des dispositions figurant dans ce document.

Pour faciliter la réponse à la consultation de l'AMF et mieux comprendre le cadre juridique dans lequel s'insère le règlement général, les articles pertinents du projet d'ordonnance sont mentionnés dans la colonne « commentaires » du tableau.

Le projet de Règlement général sera en conséquence appelé à évoluer, le cas échéant, pour prendre en considération les éventuelles modifications qui pourraient intervenir au niveau législatif.

Une nouvelle architecture des marchés : la mise en concurrence des lieux d'exécution des ordres

La directive introduit un changement majeur dans l'organisation des marchés français, en inscrivant désormais la négociation et l'exécution des transactions dans une logique concurrentielle. En France comme dans un certain nombre de pays européens, le cadre juridique régissant l'organisation des marchés était en effet jusqu'à présent fondé sur la reconnaissance du rôle fondamental reconnu aux marchés réglementés comme lieu d'exécution des ordres.

La directive MIF **supprime l'option** laissée par la DSI de 1993 **d'imposer une centralisation des ordres au profit des marchés réglementés** et instaure un principe de concurrence entre les divers lieux et modes d'exécution des ordres.

L'accroissement des choix offerts à l'investisseur, l'innovation et la réduction des coûts d'exécution des ordres sont en effet considérés comme susceptibles d'encourager l'efficacité du fonctionnement des marchés sur une base paneuropéenne.

La directive MIF reconnaît ainsi l'émergence de **modes alternatifs de négociation des instruments financiers et pose un cadre réglementaire global concernant l'exécution d'ordres** destiné à permettre la concurrence en Europe entre divers lieux :

- les marchés réglementés,
- les systèmes multilatéraux de négociation² (SMN),

² Bien que la directive ait conservé l'acronyme anglais de « MTF », pour « *multilateral trading facilities* », dans sa version française, l'option a été retenue, dans le cadre de la transposition, de conserver dans le règlement général la terminologie actuelle de « système multilatéral de négociation » (SMN) et de « système multilatéral de négociation organisé » (SMNO).

- l'exécution des ordres par les prestataires de services d'investissement en dehors des marchés réglementés et des SMN, notamment par les internalisateurs systématiques.

Contenu du document de consultation

Le projet de règlement général soumis à consultation publique, et joint au présent document, concerne le **Livre V relatif aux infrastructures de marché**.

Les trois premiers titres sont consacrés aux conditions d'activité des trois lieux d'exécution des ordres que reconnaît la directive MIF :

- le **titre I est consacré aux exigences applicables à l'entreprise de marché et aux marchés réglementés** et précise notamment les modalités de la reconnaissance d'un marché en tant que marché réglementé, les obligations des membres de marché, les règles de transparence pré et post négociation ainsi que les règles relatives à l'admission des instruments financiers à la négociation ;
- le **titre II regroupe l'ensemble des dispositions applicables aux systèmes multilatéraux de négociation** ainsi que les dispositions particulières concernant les systèmes multilatéraux de négociation organisés (SMNO) ;
- le **titre III traite des internalisateurs systématiques**.

Le **titre IV**, relatif aux **chambres de compensation**, n'est modifié que de façon marginale.

L'approche retenue dans le cadre de la transposition

La transposition de la directive MIF constitue un défi majeur pour l'ensemble des acteurs financiers français et un élément-clé du débat sur la compétitivité de la place financière française. L'AMF a donc souhaité l'inscrire dans le cadre d'une réflexion plus globale en matière de « meilleure régulation ».

C'est en application de cette démarche de « meilleure régulation » que l'AMF s'est efforcée, dans le cadre de l'exercice de transposition et de rédaction du nouveau dispositif réglementaire, de respecter le plus fidèlement possible le texte de la directive. **Des ajustements rédactionnels** ont toutefois été proposés, lorsque la traduction française de la directive le justifiait.

Il est également apparu souhaitable, dans le cadre de cette démarche, de procéder à une **simplification**, autant que faire se peut, du dispositif actuel, en inscrivant dans le règlement général **des principes généraux**, là où le régime actuel se voulait particulièrement détaillé, et souvent inadapté au nouveau cadre instauré par la directive.

Les **principes directeurs** ayant ainsi prévalu dans le cadre de la transposition des dispositions relatives aux infrastructures de marché ont été les suivants :

- **une transposition limitée aux règles et principes fixés par la directive**, en supprimant, sauf lorsque les exigences liées aux missions premières de l'AMF le justifient, les dispositions non rendues nécessaires par le nouveau dispositif ;
- **un maintien de la structure actuelle du Livre V** du règlement général, celle-ci n'ayant pas de raison d'être modifiée par la directive. Le titre III, consacré aux internalisateurs systématiques, est toutefois nouveau. La numérotation des titres suivants est modifiée en conséquence (le titre III actuel devient le titre IV...);
- **des aménagements au régime actuel**, essentiellement pour ce qui est des **entreprises de marché et des marchés réglementés**, avec pour objectif d'harmoniser au maximum le régime applicable aux entreprises de marché et aux prestataires de services d'investissement lorsqu'ils exercent la même activité de gestion d'un système multilatéral de négociation, suivant en cela l'approche retenue par la directive.

Il convient également de noter que **le détail des dispositions relatives aux infrastructures de marché figure, pour une grande partie, dans le règlement d'application de la directive**. Celui-ci, d'application directe, n'est donc pas transposé en droit français.

Pour faciliter la lisibilité du nouveau dispositif d'ensemble, le règlement général, sans reprendre le règlement d'application, y opère toutefois de nombreux renvois.

Enfin, ce projet de texte soumis à consultation publique a été élaboré **en étroite concertation avec les acteurs de la Place**.

Face à une directive qui pourrait susciter des modifications non négligeables dans le comportement des acteurs, en raison des nouvelles opportunités qu'elle offre en lien avec la nouvelle architecture des marchés et la suppression de l'obligation de centralisation des ordres sur un marché réglementé, l'AMF a en effet tenu à associer étroitement les acteurs concernés, aux travers de leurs associations représentatives et des commissions consultatives, à l'élaboration de ses textes.

L'AMF a donc souhaité porter une **attention particulière à la transparence du processus d'élaboration de son nouveau règlement général**. Le projet de texte soumis à consultation a ainsi été informellement discuté au sein de groupes de travail rassemblant les associations professionnelles concernées et des représentants de l'entreprise de marché et des systèmes multilatéraux de négociation.

Ces textes prennent en considération, à de nombreux endroits, les remarques qui ont pu être formulées par les acteurs concernés : à titre d'illustration de cette démarche, il convient de relever que l'AMF a opté, à ce stade, pour une approche, en matière d'obligation de transparence, fondée sur le respect de principes généraux, laissant aux acteurs concernés – entreprises de marché et systèmes multilatéraux de négociation –, la responsabilité de déterminer le niveau de transparence qu'ils entendent retenir selon le type de modèle de marché qu'ils adoptent ou la nature des instruments financiers négociés dans le cadre de leurs systèmes.

Les travaux de niveau 3 au sein du CESR

Les travaux de niveau 3, conduits au sein du CESR, se poursuivent, et ont pour objectif de favoriser la **compréhension commune des dispositions de la directive MIF et de ses textes d'application** (niveaux 1 et 2).

Les dispositions de la directive MIF relatives à la transparence des marchés, dont la transposition est présentée ci-après, sont assorties d'exigences sur les caractéristiques des informations publiées afin de permettre une « reconsolidation » des informations de marché. Il s'agit d'un des éléments essentiels de la directive sur ces questions de transparence des marchés. A défaut d'une possible consolidation des données de marché, le bénéfice attendu des règles de transparence, tant au regard de la fragmentation des marchés que de la mise en œuvre des règles de « meilleure exécution », risquerait en effet d'être affecté.

Les travaux de niveau 3 ont ainsi donné lieu, dès le mois d'octobre 2006, à la mise en consultation d'une première série de recommandations en la matière, visant notamment à préciser les caractéristiques que doivent satisfaire les systèmes pour répondre aux critères d'accessibilité et de facilité de consolidation, exigences posées par la directive et son règlement d'application.

L'AMF n'a pas repris, dans son projet de règlement général, le détail des recommandations publiées par le CESR relatives à la consolidation des données de marché. Il y est toutefois fait référence, lorsque cela est pertinent, dans la colonne « commentaires » du projet de texte.

L'AMF tiendra compte du respect de ces recommandations dans l'appréciation de la conformité, par les prestataires de services d'investissement et entreprises de marché de leurs obligations en matière de transparence.

Les entités concernées par ces recommandations sont donc invitées à en prendre connaissance. Ces recommandations sont accessibles à l'adresse suivante :

➤ http://www.cesr.eu/index.php?page=document_details&id=4228

TITRE I

MARCHES REGLEMENTES ET ENTREPRISE DE MARCHÉ

Chapitre Ier – Reconnaissance des marchés réglementés et entreprise de marché

La transposition de l'article 36 de la directive a conduit à modifier les conditions de la reconnaissance des marchés réglementés et les règles d'organisation applicables aux entreprises de marché, au travers de la mise en place d'un cadre juridique plus détaillé.

La directive MIF a en effet une approche plus large sur ces points, que la DSI, qui ne traitait de la notion de marché réglementé que sous l'angle de son « statut » : un marché réglementé était simplement celui que l'autorité compétente reconnaissait alors comme tel, sans conditions quant aux conditions de sa reconnaissance.

La reconnaissance des marchés réglementés demeure une compétence du ministre chargé de l'économie et des finances, comme dans le régime actuel, sur avis de l'AMF.

La Section 1 du chapitre I détaille le **contenu du dossier** que l'entreprise de marché doit déposer auprès de l'AMF en vue d'obtenir la reconnaissance d'un marché d'instruments financiers en qualité de marché réglementé, en distinguant les éléments propres à l'entreprise de marché et ceux relatifs au marché d'instruments financiers dont la reconnaissance en tant que marché réglementé est demandée.

S'agissant de l'entreprise de marché, l'article L. 421-12 III. du code monétaire et financier, issu du projet d'ordonnance, organise une **répartition des compétences entre d'une part le règlement général de l'AMF et d'autre part un arrêté du ministre chargé de l'économie.**

L'AMF est compétente pour fixer, dans son règlement général, les règles relatives :

- à la gestion des conflits d'intérêts ;
- à la déontologie applicable aux membres des organes d'administration, de direction et de surveillance, aux dirigeants, salariés et préposés de l'entreprise de marché ;
- aux mécanismes, retenus par le marché réglementé, visant à faciliter le dénouement efficace et en temps voulu des transactions exécutées dans le cadre de leurs systèmes.

L'arrêté du ministre chargé de l'économie fixe les règles relatives :

- aux moyens, à l'organisation et aux procédures de suivi permettant d'identifier les risques significatifs de nature à compromettre le bon fonctionnement du marché réglementé ;
- aux systèmes techniques de négociation et procédures d'urgence destinées à faire face aux éventuels dysfonctionnements ;
- aux ressources financières appropriées pour permettre le bon fonctionnement du marché.

Aux termes de ce même article L. 421-12 III, l'AMF s'assure de la bonne application de l'ensemble des dispositions précitées. Le dossier à déposer par l'entreprise de marché inclut donc les éléments relatifs aux domaines relevant du règlement général de l'AMF comme de l'arrêté du ministre chargé de l'économie. Dans le cadre de la procédure de reconnaissance du marché réglementé, l'AMF sollicite l'avis de la Commission Bancaire sur les matières relevant de l'arrêté du ministre chargé de l'économie(→ article 511-5).

Par parallélisme avec les prestataires de services d'investissement, la notion de **programme d'activité de l'entreprise de marché**, prévue à l'article 36 de la directive, est également introduite. Ce programme d'activité est approuvé par l'AMF.

Le dossier déposé par l'entreprise de marché comprend également le détail des **règles du marché**. Il est apparu utile de préciser que l'élaboration des règles doit faire l'objet d'une consultation des parties prenantes (membres du marché, émetteurs dont les titres sont admis à la négociation) et de demander en conséquence à l'entreprise de marché, lors du dépôt du dossier, de préciser la procédure de consultation mise en place.

Les articles 37 et 38 de la directive MIF introduisent également des dispositions relatives **aux actionnaires et aux personnes exerçant une influence significative sur la gestion du marché réglementé**. Ils visent à assurer que les personnes assumant la gestion d'un marché réglementé ainsi que celles ayant une influence significative sur le marché réglementé, présentent les qualités d'honorabilité et de compétence nécessaires à la gestion saine et prudente d'un marché réglementé.

La transposition de la directive a donc également conduit à renforcer les compétences de l'AMF sur l'appréciation du caractère honorable des dirigeants et la qualité de l'actionnariat (→ article 511-2).

La **Section 2** détaille les dispositions relatives **aux modifications des conditions de la reconnaissance du marché réglementé** et prévoit notamment que l'entreprise de marché doit informer l'AMF de tout changement des personnes qui dirigent effectivement les activités et l'exploitation du marché réglementé. L'AMF peut refuser ces changements (→ article 511-15).

En application des dispositions de l'article L. 421-11 du code monétaire et financier, **les modifications des règles** de l'entreprise de marché sont approuvées par l'AMF. Il est également prévu, comme souligné plus haut, que les modifications des règles doivent, en tant que de besoin, désormais être soumises à une consultation préalable des utilisateurs (→ article 511-17).

Chapitre II – Règles d'organisation applicables à l'entreprise de marché et règles de déontologie

Dans un souci d'alignement des conditions de fonctionnement des marchés réglementés et des autres lieux d'exécution des ordres, la directive introduit, en son article 39, des exigences renforcées en matière d'organisation des entreprises de marché

Comme indiqué précédemment, une large part de ces exigences organisationnelles seront précisées dans un arrêté du ministre chargé de l'économie.

La **Section 1** du chapitre II, relative aux **règles d'organisation des entreprises de marché**, ne comporte donc guère d'éléments nouveaux.

Elle reprend, pour l'essentiel, des dispositions existantes, portant notamment sur l'interdiction d'externalisation des décisions d'admission des membres de marché et des instruments financiers ou sur l'obligation, pour un marché réglementé, comptant ou à terme, qui a recours à une chambre de compensation, d'utiliser une chambre de compensation satisfaisant aux exigences du règlement général, ou, s'il s'agit d'une chambre de compensation étrangère, à des conditions équivalentes (→ article 512-3).

Les dispositions actuelles relatives aux caractéristiques du système informatique de négociation n'ont pas été reprises car relevant désormais d'un arrêté du ministre chargé de l'économie.

Les dispositions de la **Section 2**, relative aux **conflits d'intérêts**, sont entièrement nouvelles, détaillant les procédures à mettre en place aux fins d'une gestion efficace des conflits d'intérêts. L'article L. 421-12 III. issu du projet d'ordonnance donne en effet compétence à l'AMF pour fixer les règles relatives à la gestion des conflits d'intérêts.

En application de l'obligation faite à l'entreprise de marché de prendre les dispositions nécessaires en vue de détecter, prévenir et gérer les effets potentiellement dommageables, pour le bon fonctionnement du marché réglementé ou pour les membres du marché, de tout conflit d'intérêts, trois articles nouveaux ont été insérés, sur l'exemple du régime par ailleurs applicable aux PSI :

- l'article 512-5, qui fait obligation à l'entreprise de marché de disposer d'une politique de gestion des conflits d'intérêts ;
- l'article 512-6, relatif à la description des conflits d'intérêts et à la définition des procédures à suivre pour les gérer ;
- l'article 512-7, sur la tenue d'un registre des conflits.

La **Section 3**, relative **aux règles de déontologie applicables aux collaborateurs de l'entreprise de marché**, reprend les dispositions actuelles, sans changement.

La **Section 4**, relative à la **délivrance d'une carte professionnelle** à certains collaborateurs de l'entreprise de marché et aux conditions d'exercice de leurs fonctions, reprend *in extenso* les dispositions de l'actuel Chapitre III. Certains aménagements de forme ont été néanmoins apportés.

Chapitre III – Les membres des marchés réglementés

L'article 42 de la directive MIF élargit l'accès à la qualité de membre d'un marché réglementé. Alors que seuls les PSI ou les entités habilitées par l'AMF peuvent aujourd'hui devenir membre d'un marché réglementé, la directive MIF instaure une plus grande liberté en la matière, les membres d'un marché réglementé pouvant désormais être, outre des PSI, « *toute personne* » pour autant qu'elle satisfasse à certains critères définis par la directive cadre et dont l'appréciation incombera désormais à l'entreprise de marché.

Les dispositions actuelles relatives aux modalités d'habilitation des membres non-PSI sont donc supprimées et **deux dispositions ont été introduites** pour accompagner cette ouverture de l'accès à la qualité de membre de marché :

- l'obligation, pour l'entreprise de marché, de s'assurer que le membre de marché dispose de l'agrément correspondant aux services d'investissement qu'il entend, le cas échéant, exercer (→ article 513-2) ;
- lorsqu'un membre du marché est établi en dehors d'un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen, l'existence d'un accord de coopération et d'échange d'informations entre l'AMF et l'autorité de contrôle compétente du pays d'origine du membre, afin de permettre à l'AMF d'exercer ses missions, notamment au regard de la directive Abus de marché (→ article 513-3).

Enfin l'article L. 421-18 du projet d'ordonnance renvoyant au règlement général de l'AMF sur ce point, une disposition nouvelle encadre les conditions dans lesquelles l'entreprise de marché peut s'opposer au choix, par un membre du marché, d'un système de règlement-livraison autre que celui proposé par l'entreprise de marché (→ article 513-10).

Chapitre IV – Principes de négociation sur les marchés réglementés et règles de transparence

Le projet de transposition détaillé dans ce chapitre a été élaboré sur le principe d'une application des règles de transparence de la directive MIF aux **seules actions admises à la négociation sur un marché réglementé**.

Il n'est pas fait usage de l'option ouverte par le considérant 46 de la directive, en vertu duquel les États membres peuvent décider d'appliquer les règles de transparence à d'autres instruments financiers que les actions admises à la négociation sur un marché réglementé.

La **Section 1** pose des principes généraux relatifs à la **négociation**. Les dispositions actuelles ont été simplifiées, s'agissant des modalités de négociation (→ article 514-1).

S'agissant des **principes de transparence et de la publication des informations de marché**, détaillés dans la **Section 2**, l'AMF a tenu compte du fait que, pour les actions admises à la négociation sur un marché réglementé, la directive et le règlement d'application sont d'harmonisation maximale. Le projet de règlement général transpose donc les principes qui ne sont pas repris dans le code monétaire et financier et opère un renvoi au règlement d'application, dans le souci de faciliter la lisibilité du dispositif applicable.

S'agissant des autres instruments financiers, l'exigence de publication des cinq meilleures limites à l'achat et à la vente est supprimée au profit d'une règle selon laquelle l'entreprise de marché doit publier « *une information sur les meilleurs intérêts à l'achat et à la vente, compte tenu des caractéristiques des instruments financiers concernés, en précisant la quantité et le prix proposés.* » (→ article 514-10).

Bien que la directive permette le maintien des dispositions actuelles, il est en effet apparu préférable de poser un principe général de transparence, laissant à la discrétion des marchés réglementés la définition du niveau de transparence effectif, qui devra notamment tenir compte des caractéristiques des instruments financiers concernés.

Chapitre V – Admission des instruments financiers aux négociations sur un marché réglementé

Ce chapitre regroupe l'ensemble des dispositions relatives aux obligations portant sur les marchés réglementés lorsqu'ils admettent des titres à la négociation.

L'article 40 de la directive relatif à l'admission des instruments financiers à la négociation et le règlement d'application fixent des critères d'admission susceptibles de garantir un **mécanisme de négociation efficace des titres et un processus transparent de formation des prix** sur les marchés réglementés.

La transposition de l'article 40 est pour une large part opérée dans le code monétaire et financier. Le règlement général transpose les dispositions non reprises par le législateur et opère de nombreux renvois au règlement d'application de la directive.

Les dispositions particulières relatives aux conditions d'admission des instruments financiers sur un marché à terme, qui figurent aujourd'hui dans un chapitre du Livre V consacré à ces marchés, sont supprimées en raison du caractère maximal des dispositions d'application de l'article 40 de la directive.

Le chapitre V contient des **dispositions nouvelles**, notamment en matière de **vérification par l'entreprise de marché du respect, par l'émetteur dont elle admet les titres aux négociations, des obligations d'information résultant des directives européennes** (directive Prospectus et directive Transparence).

Il n'est pas demandé à l'entreprise de marché de vérifier le contenu de l'information publiée par les émetteurs dont les titres sont admis aux négociations sur le marché réglementé qu'elle gère, mais de :

- s'assurer de l'existence de cette information ;
- faciliter l'accès de ses membres à l'information rendue publique par les émetteurs.

Chapitre VI – Dispositions particulières applicables à certains marchés

Ce chapitre, nouveau, regroupe un certain nombre de dispositions déjà existantes. Il remplace l'actuel chapitre VI du règlement général (« *La centralisation des ordres sur les marchés réglementés* »), intégralement supprimé dans la suite logique de la suppression de l'actuel article L. 421-12 du code monétaire et financier relatif à l'obligation de centralisation des ordres sur un marché réglementé.

La **Section 1** reprend les dispositions actuelles, non modifiées, relatives aux **ordres avec service à règlement et livraison différés** (OSRD).

La **Section 2** reprend les dispositions actuelles relatives aux opérations sur titres, avec quelques modifications :

- au travers d'une harmonisation de la terminologie ;
- en introduisant l'exigence que les règles du marché précisent, lorsque les instruments financiers sont admis aux négociations sans le consentement de l'émetteur, les modalités selon lesquelles l'entreprise de marché rend publique l'information sur le détachement des droits et la gestion des opérations sur titres (→ article 516-14).

La **Section 3** conserve les dispositions actuelles, applicables aux **marchés à terme**, sur les règles de couverture. Ces dispositions visent en effet à assurer la sécurité des opérations conduites sur des marchés à terme et leur maintien n'est pas interdit par la directive.

La **Section 4**, enfin, conserve deux articles relatifs d'une part, à la possibilité d'instaurer une procédure d'arbitrage et, d'autre part, aux ventes obligatoires, ce dernier ayant été modifié ne plus prévoir qu'un dispositif unique, que les instruments financiers concernés soient ou non admis à la négociation sur un tel marché réglementé.

TITRE II

LES SYSTEMES MULTILATERAUX DE NEGOCIATION

L'instauration d'un cadre réglementaire pour les systèmes multilatéraux de négociation constitue l'une des nouveautés de la directive MIF. Pour autant, **le régime actuel des SMN** est enrichi des dispositions de la directive qui vont dans le sens d'un alignement des conditions de leur activité avec celles des marchés réglementés.

Chapitre I – Dispositions générales

L'activité de gestion de SMN doit désormais faire l'objet d'un **agrément lorsqu'elle est exercée par un PSI**, et d'une **autorisation lorsqu'elle est le fait d'une entreprise de marché**, selon les modalités suivantes :

- l'AMF autorise les entreprises de marché à gérer des SMN et précise dans son règlement général les conditions de fonctionnement des SMN ;
- lorsque le SMN est géré par un PSI, qui exerce cette activité à titre de profession habituelle, principale ou accessoire, l'agrément est délivré par le CECEI ; l'AMF donne un avis au CECEI sur le programme d'activité du prestataire, comme pour le service d'exécution d'ordres pour compte de clients ou pour la négociation pour compte propre.

C'est sur le fondement de cette répartition des compétences que la **Section 1** relative aux **observations de l'AMF sur la demande d'agrément des PSI exerçant le service d'exploitation d'un système multilatéral de négociation et à l'autorisation de l'entreprise de marché**, distingue les deux procédures.

S'agissant des SMN gérés par un PSI, le règlement général reprend le principe d'un avis de l'AMF tel que prévu pour les autres services d'investissement (hors gestion de portefeuille pour le compte de tiers) .

Pour ce qui est de l'entreprise de marché, l'intégralité de la procédure d'autorisation est détaillée.

Dans les deux cas, une information identique doit être communiquée par le gestionnaire du SMN sur les règles du système et les dispositions prises pour assurer le contrôle du respect des règles par ses membres. L'AMF s'assure que les règles du SMN sont conformes aux dispositions qui lui sont applicables.

Aux termes de l'article 5-2 de la directive, les entreprises de marché gérant un SMN, bien que non soumises à un agrément formel, doivent se conformer aux dispositions applicables aux PSI, à l'exception toutefois de deux articles (articles 11 et 15 de la directive, relatifs respectivement à l'exigence d'adhésion à un système accrédité d'indemnisation des investisseurs et aux relations avec des pays tiers), dès lors qu'elles gèrent un SMN.

Plutôt que d'opérer un renvoi aux dispositions du Livre III, il a été jugé préférable de considérer que le régime applicable à la gestion d'un marché réglementé devrait s'appliquer, celui-ci ayant été considérablement renforcé par la directive. Les dispositions de la directive d'application, transposées dans le Livre III, n'ont en effet pas été rédigées dans la perspective d'une application à l'activité d'exploitation d'un système multilatéral de négociation par une entreprise de marché.

La **Section 2** traite des **modifications apportées aux caractéristiques du système** et aux cas de retrait de l'autorisation à l'entreprise de marché.

Les dispositions très précises sur les systèmes informatiques de négociation des SMN qui figurent aujourd'hui aux articles 524-1 et 524-2 n'ont pas été maintenues car, comme pour les entreprises de marché gérant un marché réglementé, il s'agit là désormais d'une matière relevant d'un arrêté du ministre chargé de l'économie.

Chapitre II – Principes de négociation sur les systèmes multilatéraux de négociation

La **Section 1** pose des principes généraux relatifs au **fonctionnement ordonné et équitable des négociations et à l'intégrité du marché**. Il est proposé d'y le conserver l'obligation de disposer des moyens humains et matériels visant à garantir une formation équitable des prix et un fonctionnement ordonné des négociations (→ article 522-1).

La **Section 2**, relative à la **publication des informations de marché**, retient, comme pour les marchés réglementés, le principe d'une application des règles de transparence pré et post-négociation prévues par la directive et son règlement d'application aux seules actions admises à la négociation sur un marché réglementé.

Il n'est plus posé d'exigence quant à l'information à donner par le gestionnaire du SMN aux membres du SMN. Il est supposé que le gestionnaire du SMN donnera de lui-même une information suffisante à ses membres sur les intérêts acheteurs et vendeurs en présence, pour leur permettre de négocier de façon efficiente ; le choix de l'information communiquée est donc laissé à sa discrétion.

Pour les autres instruments financiers que les actions admises à la négociation sur un marché réglementé, il est proposé de retenir un dispositif plus flexible que celui en vigueur aujourd'hui de sorte à couvrir des SMN aussi diversifiés que des SMN obligataires (MTS), des SMN proposant la négociation de contrats sur l'électricité

(Powernext) ou encore des SMN de « primo-admission » de titres de capital non admis sur un marché réglementé (Alternext).

Ainsi l'approche retenue consiste à poser un principe de transparence pré et post-négociation adaptée non seulement aux caractéristiques de l'instrument financier négocié, mais également à la typologie des membres du SMN ainsi qu'à la qualité des investisseurs finaux détenteurs des instruments financiers négociés sur le SMN.

La **Section 3** comporte les principes en matière de **compensation et règlement livraison** :

- elle reprend l'actuelle disposition faisant obligation au gestionnaire du SMN d'indiquer le ou les systèmes de règlement et de livraison d'instruments financiers retenus pour permettre le dénouement des transactions et, le cas échéant, la chambre de compensation intervenant dans la compensation des transactions ;
- elle insère un nouvel article (→ article 522-8), faisant obligation au gestionnaire du SMN de prendre les dispositions nécessaires pour faciliter le dénouement efficace des transactions effectuées dans le cadre du système et informer les membres du système de leurs responsabilités respectives quant au dénouement des transactions.

Au titre des **règles de bonne conduite** figurant dans la **Section 4**, il est proposé de maintenir la disposition actuelle du règlement général selon laquelle le PSI gérant un SMN ne peut négocier pour compte propre sur ce système.

Cette approche est fondée sur la définition même de SMN, qui renvoie à la rencontre « *de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers (..)* ».

En outre, il convient de relever que l'un des objectifs de la directive est, comme le rappelle son considérant 6, d'harmoniser autant que possible, le régime applicable aux marchés réglementés et aux SMN. On observera à cet égard que les entreprises de marché ne peuvent négocier pour compte propre sur les marchés réglementés et qu'elles ne sont pas non plus en situation de pouvoir le faire lorsqu'elles gèrent des SMN.

L'approche retenue à ce stade pourra toutefois être amenée à évoluer, en fonction des orientations qui pourraient être communiquées par la Commission européenne.

Chapitre III – La surveillance du fonctionnement du système et des membres

La **Section 1**, concernant la **délivrance d'une carte professionnelle à certains collaborateurs**, nouvelle, a été élaborée :

- sur le fondement de la directive d'application de la directive MIF prévoyant que la délivrance des cartes professionnelles relève du niveau national ;
- et dans un souci d'harmonisation entre marchés réglementés et SMN.

La **Section 2** traite désormais de la **surveillance des membres**, et non plus de celle des « participants », terme qui figure actuellement dans le règlement général et qui incluait également les émetteurs dont les titres dont les titres sont admis sur un SMN. Or, l'article L.424-3 de projet d'ordonnance, transposant l'article 26.1 de la directive, impose aux gestionnaires d'un SMN de s'assurer du respect par leurs membres des règles du système. Il n'est pas fait mention des émetteurs. La rédaction du règlement général est donc modifiée en conséquence.

Chapitre V – Systèmes multilatéraux de négociation organisés

La catégorie des systèmes multilatéraux de négociation organisés (SMNO) est inconnue de la directive MIF mais existe dans le régime français actuel. Elle avait été créée et traduite dans le règlement général pour le seul cas particulier d'Alternext.

Il est proposé de la maintenir, en considérant que la directive ne l'interdit pas, tout en prévoyant un aménagement du cadre actuel.

En effet, les critères de distinction des SMN et SMNO sont actuellement les suivants : la possible conclusion d'un contrat d'adhésion avec les émetteurs ; la mise en place d'une garantie de cours ; l'application des dispositions de la directive Abus de marché ; et l'approbation des règles de fonctionnement par l'AMF.

La spécificité des critères actuels rend *de facto* le label de SMNO, perçu comme un label de qualité, inaccessible à tout SMN sur lequel seraient négociés des instruments financiers autres que des titres de capital.

Il est en conséquence proposé, en raison du caractère trop spécifique des critères fondant la distinction actuelle entre SMN et SMNO, de modifier le régime actuel pour rendre le statut de SMNO plus largement accessible aux SMN négociant des instruments financiers autres que des titres de capital. L'application du « dispositif Abus de marché » comme critère de distinction demeurerait.

TITRE III

LES INTERNALISATEURS SYSTEMATIQUES

Le régime applicable aux internalisateurs systématiques est détaillé à l'article 27 de la directive, dont les grands principes sont repris dans le code monétaire et financier. Celui-ci opère toutefois de larges renvois au règlement général pour les dispositions les plus techniques de cet article.

Chapitre Ier – Dispositions générales

La **Section 1**, relative au **champ d'application**, précise certaines exigences applicables à la conduite de l'activité d'internalisation systématique, en explicitant notamment les deux agréments dont doit disposer un PSI qui exerce une activité d'internalisateur systématique :

- l'agrément de négociation pour compte propre, dans la mesure où la définition précise explicitement que les ordres sont exécutés face au compte propre de l'intermédiaire ;
- et l'agrément pour l'exécution d'ordres pour compte de tiers puisque l'intermédiaire répond l'ordre d'un client.

Compte tenu de la répartition des compétences entre autorités, ces agréments ne sont pas délivrés par l'AMF mais l'AMF s'assurera que l'internalisateur systématique, qui devra se déclarer auprès d'elle, dispose effectivement des agréments requis au titre de l'exercice de cette activité.

La **Section 2**, concernant la **politique commerciale** transpose les dispositions de la directive qui sont renvoyées au règlement général de l'AMF par l'article L. 425-2 alinéa 3 du code monétaire et financier issu du projet d'ordonnance. A la marge, des clarifications rédactionnelles ont été apportées au texte de la directive. Il est prévu que l'internalisateur systématique :

- peut sélectionner, en fonction de sa politique commerciale et d'une manière objective et non discriminatoire, les clients avec lesquels il négocie ;

- peut refuser d'entrer en relation avec un client ou mettre fin à cette relation pour des motifs d'ordre commercial tenant en particulier à la solvabilité du client, au risque de contrepartie et au dénouement de la transaction.

Chapitre II – Les règles de transparence avant la négociation

L'article L. 425-2 alinéa 3 du projet d'ordonnance pose le principe des obligations de transparence applicables aux internalisateurs systématiques et renvoie au règlement général pour en détailler le contenu.

Le règlement général, dans la **Section 1** sur la **publication des prix**, poursuit donc la transposition l'article 27 de la directive, avec quelques modifications de forme, en opérant de très larges renvois au règlement européen d'application de la directive, sans tenter d'en synthétiser les dispositions afin d'éviter tout risque de confusion.

La **Section 2**, sur les **modalités d'établissement des prix**, transpose les dispositions de la directive autorisant l'internalisateur systématique à décider de la taille ou des tailles de transaction pour lesquelles il établit un prix et lui faisant obligation d'afficher des prix qui reflètent les conditions de marché prévalant sur les titres pour lesquels il a décidé d'être internalisateur systématique.

Chapitre III – Modalités d'exécution des ordres

Ce chapitre transpose les articles 27.3 et 27.6 de la directive relatifs aux conditions dans lesquelles les internalisateurs systématiques exécutent les ordres, en fonction notamment de la nature des clients (clients non professionnels ou professionnels) et aux conditions d'amélioration de prix. Seuls des modifications mineures ont été apportées au texte de la directive lorsque celui-ci a été jugé améliorable.

Ce même chapitre précise également les circonstances dans lesquelles un internalisateur systématique peut limiter le nombre de transactions qu'il s'engage à effectuer au prix qu'il a affiché.

Chapitre IV – Publication des transactions

Les modalités de publication des transactions (transparence post-négociation) figurant dans le règlement d'application, ce chapitre renvoie aux dispositions applicables en la matière.



Transposition de la directive MIF

Présentation du projet de modification du Livre V du règlement général

AUTRES DISPOSITIONS DU LIVRE V

La directive MIF n'a pas vocation à réglementer les activités de compensation, la compensation n'étant en effet pas un service d'investissement pouvant bénéficier du passeport européen.

Des ajustements à la marge sont toutefois nécessaires en ce qui concerne les modalités de l'accès des prestataires de services d'investissement et des établissements de crédit aux systèmes de compensation et de règlement-livraison d'autres Etats membres, en lien avec les articles 34, 35 et 46 de la directive.

L'ensemble des autres titres du Livre V, relatifs aux chambres de compensation (actuel titre III), aux dépositaires centraux (actuel titre IV), aux systèmes de règlement et livraison d'instruments financiers (actuel titre V) et au transfert de propriété (actuel titre VI) sont en outre re-numérotés et deviennent respectivement les titres IV à VII.

ANNEXE 1

PLAN DU LIVRE V

TITRE IER – MARCHÉS RÉGLEMENTÉS ET ENTREPRISES DE MARCHES

CHAPITRE IER – RECONNAISSANCE DES MARCHÉS RÉGLEMENTÉS

Section 1 – Modalités de la reconnaissance des marchés réglementés

Section 2 – Modification des conditions de la reconnaissance du marché réglementé

CHAPITRE II – RÈGLES D'ORGANISATION APPLICABLES À L'ENTREPRISE DE MARCHÉ ET RÈGLES DE DEONTOLOGIE

Section 1 – Règles d'organisation

Section 2 – Conflits d'intérêts

Section 3 – Règles de déontologie applicables aux collaborateurs de l'entreprise de marché

Section 4 – Délivrance d'une carte professionnelle à certains collaborateurs de l'entreprise de marché et conditions d'exercice de leurs fonctions

CHAPITRE III – LES MEMBRES DE MARCHÉ

CHAPITRE IV - PRINCIPES DE NÉGOCIATION SUR LES MARCHÉS RÉGLEMENTÉS ET RÈGLES DE TRANSPARENCE

Section 1 – Dispositions générales

Section 2 – Principes de transparence et publication des informations de marché

Section 3 – Déclarations à l'AMF

CHAPITRE V – ADMISSION DES INSTRUMENTS FINANCIERS AUX NEGOCIATIONS SUR UN MARCHÉ RÉGLEMENTÉ

CHAPITRE VI – DISPOSITIONS PARTICULIÈRES APPLICABLES A CERTAINS MARCHES

Section 1 - Ordres avec service de règlement et de livraison différé

Section 2 – Opérations sur titres

Section 3 – Dispositions particulières applicables aux marchés à terme

Section 4 – Autres dispositions

TITRE II – SYSTÈMES MULTILATÉRAUX DE NÉGOCIATION

CHAPITRE IER – DISPOSITIONS GÉNÉRALES

Section 1 – Observations de l’AMF sur la demande d’agrément des PSI exerçant le service d’exploitation d’un système multilatéral de négociation, et autorisation de l’entreprise de marché

Section 2 – Modifications apportées aux caractéristiques du système et retrait de l’autorisation

CHAPITRE II – PRINCIPES DE NÉGOCIATION SUR LES SYSTÈMES MULTILATÉRAUX DE NÉGOCIATION

Section 1 – Fonctionnement ordonné et équitable des négociations et intégrité du marché

Section 2 – Publication des informations de marché

Section 3 – Compensation et règlement livraison

Section 4 – Règles de bonne conduite

CHAPITRE III – SURVEILLANCE DU FONCTIONNEMENT DU SYSTÈME ET DES MEMBRES

Section 1 – Délivrance d’une carte professionnelle à certains collaborateurs

Section 2 – Surveillance des membres

CHAPITRE IV – SYSTÈMES MULTILATÉRAUX DE NÉGOCIATION ORGANISÉS

TITRE III – LES INTERNALISATEURS SYSTÉMATIQUES

CHAPITRE IER – DISPOSITIONS GÉNÉRALES

Section 1 – Champ d’application

Section 2 – Politique Commerciale

CHAPITRE II – LES RÈGLES DE TRANSPARENCE AVANT LA NÉGOCIATION

Section 1 – Publication des prix

Section 2 – Modalités d’établissement des prix

CHAPITRE III – MODALITÉS D’EXÉCUTION DES ORDRES

CHAPITRE IV – PUBLICATION DES TRANSACTIONS

TITRE IV – CHAMBRES DE COMPENSATION

TITRE V – DÉPOSITAIRES CENTRAUX D’INSTRUMENTS FINANCIERS

TITRE VI – SYSTÈMES DE RÈGLEMENT ET DE LIVRAISON D’INSTRUMENTS FINANCIERS

TITRE VII – TRANSFERT DE PROPRIÉTÉ DES INSTRUMENTS FINANCIERS ADMIS AUX OPÉRATIONS D’UN DÉPOSITAIRE CENTRAL OU LIVRÉS DANS UN SYSTÈME DE RÈGLEMENT-LIVRAISON



Transposition de la directive MIF

Présentation du projet de modification du Livre V du règlement général

ANNEXE 2

SOURCES D'INFORMATION ET LIENS UTILES

Textes juridiques

Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004

➤ http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/fr/oj/2004/l_145/l_14520040430fr00010044.pdf

Directive 2006/31/CE du Parlement européen et du Conseil du 5 avril 2006, modifiant la directive 2004/39/CE en ce qui concerne certaines échéances

➤ http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/fr/oj/2006/l_114/l_11420060427fr00600063.pdf

Directive 2006/73/CE de la Commission du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil

➤ http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/fr/oj/2006/l_241/l_24120060902fr00260058.pdf

Règlement (CE) n° 1287/2006 de la Commission du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil

➤ http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/fr/oj/2006/l_241/l_24120060902fr00010025.pdf

Autres informations utiles

Site de la Commission européenne :

➤ http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/index_en.htm

La Commission européenne a en outre mis en ligne un questionnaire « Your questions on MiFID », qui a vocation à être actualisé régulièrement. Il est accessible au lien suivant :

➤ http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/questions/questions_en.pdf

Site du CESR :

➤ <http://www.cesr.eu/index.php?page=groups&mac=0&id=53>

Site de la Direction générale du Trésor et de la Prévision économique :

➤ http://www.dgtpe.minefi.gouv.fr/secteur_financier/dir2004-39-ce.htm

Document d'information de l'AMF sur la directive MIF : « *La directive sur les marchés d'instruments financiers : enjeux et conséquences pour la régulation française* »

➤ http://www.amf-france.org/documents/general/6905_1.pdf

Le projet de Règlement général est soumis à
consultation publique jusqu'au 13 avril 2007

Insérer lien vers Livre V

Les commentaires doivent être envoyés à l'adresse suivante : mif@amf-france.org