

PRÉFACE

Nombre de chantiers réglementaires ont été lancés au lendemain de la crise. Parmi eux, la Directive marché d'instruments financiers révisée et son règlement – le dispositif MIF 2 – occupent sans conteste une place éminente. L'ensemble s'inscrit au cœur de notre réglementation financière puisqu'il régit la fourniture de services d'investissement et le fonctionnement des marchés au niveau européen. Il vient puissamment renforcer leur transparence ainsi que la protection des investisseurs, en corrigeant ou complétant plusieurs aspects de MIF 1. En outre, ce dispositif introduit un certain nombre de recommandations du G20 prises à la suite de la crise, en instaurant un encadrement des dérivés sur matières premières ou encore une obligation de négociation sur certains dérivés liquides.

Force est de constater que ce texte peut déconcerter le praticien, tant les sujets couverts sont variés et les règles souvent extrêmement détaillées. Au total, pas moins de quarante textes d'application complètent la directive et le règlement, sans parler des multiples documents d'interprétation qui continuent régulièrement d'être publiés, des annexes ou documents techniques.

De ce point de vue, je ne puis que saluer la publication d'un ouvrage reprenant de manière synthétique les principaux éléments de cette réforme, surtout lorsqu'il émane de professionnels reconnus. Je leur sais gré d'avoir réussi à mettre en perspective les grandes questions posées par MIF 2. Ce livre aidera, j'en suis sûr, ses lecteurs à mieux saisir les tenants et les aboutissants du dispositif, et illustre une nouvelle fois le rôle essentiel des associations professionnelles, comme l'AMAFI, pour permettre aux acteurs de la Place de s'approprier au mieux ces règles.

Étant donné son étendue et les débats nombreux qu'il a suscités, le chantier MIF 2 a sans nul doute constitué une occasion propice aux échanges. Son élaboration aura mobilisé l'énergie d'une vaste palette d'acteurs, tant publics que privés. Ces dialogues sont bénéfiques à la formation d'un cadre de régulation de qualité et auront contribué à affûter les projets de normes, notamment à travers de nombreuses phases de consultations.

Un retour sur la genèse de cette réforme structurante permet de mieux en appréhender les enjeux. L'objectif central était de corriger certains effets de MIF 1, j'ai à l'esprit la fragmentation des marchés ; ou encore de compléter certaines de ses insuffisances, comme les obligations de transparence jusqu'ici limitées aux actions. Conçu au lendemain de la crise financière, le nouveau dispositif MIF 2 a par ailleurs permis d'introduire certains des engagements du G20 pris à Pittsburgh en 2009, tel l'encadrement des dérivés sur matières premières. Le nouveau dispositif est le fruit de plus de deux années d'intenses négociations pour les textes législatifs, suivies de plus de trois années de discussions autour des nombreux textes d'application et d'interprétation les complétant. Il en ressort une réforme ambitieuse, qui instaure un cadre robuste pour nos marchés d'instruments financiers. MIF 2 marque à ce titre, j'en suis

convaincu, un jalon essentiel dans la formation de marchés financiers plus sûrs et plus intégrés.

Aux différentes phases des négociations, l'AMF s'est fortement impliquée, en cherchant autant que possible à ce que les nouvelles règles permettent de maintenir la variété des modèles de marché. Nous sommes, en effet, convaincus qu'un écosystème diversifié, et pas dominé par quelques acteurs, est nécessaire pour servir au mieux des besoins différents.

Dès le début des discussions, l'AMF a contribué à l'élaboration de la position française en faveur de marchés plus transparents ainsi qu'à l'encadrement des marchés de dérivés de matières premières et de la négociation haute fréquence.

Par la suite, nous avons été aux premières loges dans les travaux de l'Autorité européenne des marchés. Cette agence, établie en 2011, a démontré à cette occasion sa capacité à mener à bien la lourde tâche de rédaction de normes techniques qui lui incombait, malgré l'ampleur des travaux. En tout état de cause, nous continuons de plaider pour renforcer les pouvoirs de cette autorité, tout particulièrement à l'occasion du projet de refonte du système européen de supervision à l'étude.

À présent, je souhaiterais broser à grands traits quelques-uns des principaux changements apportés par la nouvelle réglementation, qui va contribuer à redessiner en profondeur l'organisation de nos marchés d'instruments financiers, largement impactés dans le même temps par l'innovation technologique.

La nouvelle structure de marchés, notamment des actions, est marquée par la limitation du champ de la négociation du gré à gré, avec le développement attendu de nouvelles plateformes régulées, dans un univers de négociation à la transparence accrue, puisque étendue à toutes les catégories d'instruments financiers et complétée d'obligations de négociation sur plateformes pour les actions ainsi que pour certains dérivés. Ce nouveau cadre, qui doit permettre notamment d'améliorer le processus de formation des prix, va entraîner des changements encore difficiles à mesurer qu'il appartiendra d'analyser attentivement.

Face aux défis posés par l'évolution technologique, et notamment au développement rapide des techniques de négociation automatisée, MIF 2 encadre aussi les négociations algorithmique et à haute fréquence, avec la mise en place d'un régime harmonisé des pas de cotation, le renforcement des exigences organisationnelles applicables aux acteurs de marché ayant recours à la négociation algorithmique, ou encore l'encadrement des structures de frais des plateformes de négociation.

Enfin, et je dirais même surtout, parce que c'est ici que réside l'une des missions essentielles du régulateur de marché, MIF 2 vient améliorer la protection des investisseurs. Ainsi, et pour ne donner que quelques exemples, les intermédiaires ont à renforcer considérablement leur attention lors de la conception et la distribution des produits financiers, avec les nouvelles règles de gouvernance des produits.

En raison de ces multiples changements, nous sommes conscients que le chantier MIF 2 constitue pour les acteurs un défi de taille : c'est la raison pour laquelle nous restons constamment à l'écoute de leurs préoccupations, tant il va de soi que les évolutions

apportées par le nouveau dispositif engageant les établissements dans des processus de transformation complexes.

Bien souvent, MIF 2 est d'ailleurs réduit à cette dimension technologique et aux investissements massifs dans les systèmes informatiques associés, notamment afin de réaliser la collecte et la publication des données nécessaires à différentes obligations déclaratives. Je tiens à souligner que cet enjeu technologique, crucial à mon sens, touche tout autant les régulateurs qui ont engagé d'importants moyens afin de mettre en place une base de données paneuropéenne de haute qualité, baptisée FIRDS. La masse de données collectées appuiera le régulateur dans la conduite de ses missions, à condition, comme nous l'avons fait à l'AMF, d'investir dans l'outillage permettant de les traiter. Il me paraît important de noter, cependant, que si cette notion de *data* est primordiale, elle ne doit pas constituer la seule base de décision, et que des critères qualitatifs doivent demeurer présents.

Tout bien considéré, il me semble que ce cadre, largement inspiré des standards internationaux, peut représenter un atout pour rapprocher certains acteurs de nos marchés, à l'heure où le financement de marché est mis à l'honneur par la Commission européenne au travers de son projet d'Union des marchés de capitaux. Je suis en outre convaincu que MIF 2 ouvre de larges opportunités à de nouveaux acteurs, en particulier dans ce domaine des données, tout juste évoqué.

Au moment où, après avoir œuvré près de vingt ans au service de la régulation financière, dont les cinq dernières en qualité de président de l'AMF, je passe, avec une grande confiance, le relais à Robert Ophèle, il m'apparaît que nos marchés sont désormais mieux encadrés et que la régulation s'est grandement sophistiquée. La période qui s'ouvre laisse cependant augurer de nouveaux défis. Pour ne retenir que le plus pressant, les prochains mois et certainement les prochaines années vont continuer à être marqués par la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne. Ce départ soulève de multiples interrogations quant à l'organisation de nos marchés et de notre supervision, compte tenu de l'importance des marchés londoniens pour le financement européen. Si je ne doute pas que de nombreux acteurs sauront tirer parti du nouvel environnement, le régulateur devra être vigilant à ce que le paysage des marchés qui se dessinera sous nos yeux satisfasse notamment aux objectifs de MIF 2.

Gérard Rameix

Président de l'Autorité des marchés financiers

Juillet 2017