

# TABLE DES MATIÈRES

AVANT-PROPOS DE STÉPHANE GIORDANO .....	9
PRÉFACE DE GÉRARD RAMEIX .....	11
INTRODUCTION .....	15
PROPOS LIMINAIRES – CONTEXTE DE MIF 2 .....	19
I. LE CONTEXTE DE L'ÉLABORATION DE LA RÉGLEMENTATION .....	19
II. LE CHAMP COUVERT PAR MIF 2 .....	20
2.1. Les services et activités couverts par MIF 2 .....	20
2.2. Les instruments financiers couverts par MIF 2 .....	21
2.3. Les acteurs concernés par MIF 2 .....	21
III. LE PROCESSUS EUROPÉEN D'ADOPTION .....	22
3.1. La mise en place de la procédure Lamfalussy .....	22
3.2. La révision par le rapport de Larosière .....	23
3.2.1. Les limites de la procédure Lamfalussy .....	23
3.2.2. La mise en place des préconisations du rapport de Larosière .....	23
3.2.3. L'organisation actuelle du cadre réglementaire européen .....	24
3.3. L'élaboration du dispositif MIF 2 .....	27
IV. LA TRANSPOSITION DE MIF 2 EN DROIT FRANÇAIS .....	27
4.1. La transposition positive des directives .....	27
4.2. La transposition négative des règlements .....	31
PARTIE 1	
ORGANISATION DES MARCHÉS .....	33
CHAPITRE I	
<b>QUELLE ORGANISATION DES MARCHÉS EN EUROPE ? .....</b>	<b>35</b>
1. QUELLE STRUCTURE POUR LES MARCHÉS EUROPÉENS ? .....	37
1.1. L'univers de négociation sous MIF 2 .....	37
1.2. Les règles applicables aux plateformes de négociation .....	38
1.2.1. Les exigences organisationnelles .....	40
1.2.2. L'encadrement des personnes pouvant menacer la gestion saine et prudente de l'opérateur.....	40

1.2.3. Le contrôle du comportement des utilisateurs d'une plateforme de négociation .....	40
1.3. L'admission à la négociation : le monopole persistant des MR .....	41
1.4. Les OTF, une nouvelle structure de négociation .....	42
1.4.1. Définition d'un OTF .....	42
1.4.2. Le pouvoir discrétionnaire du gestionnaire de l'OTF .....	43
1.4.3. Les restrictions concernant l'activité de négociation de l'OTF .....	44
1.4.4. Les conditions dans lesquelles une EI est tenue de constituer un OTF .....	46
1.5. L'internalisateur systématique (IS) .....	46
1.5.1. La définition de l'internalisateur systématique .....	47
1.5.2. La qualification automatique comme internalisateur systématique .....	48
1.5.3. La publication des prix et l'exécution des ordres par l'internalisateur systématique .....	51
1.5.4. La publication post-négociation par l'internalisateur systématique .....	54
2. LE RÉGIME GÉNÉRAL DE TRANSPARENCE DES MARCHÉS .....	54
2.1. La transparence pré-négociation .....	55
2.2. La transparence post-négociation .....	55
2.2.1. La publication des transactions par les plateformes de négociation et par les entreprises d'investissement .....	55
2.2.2. Les dispositions spécifiques pour les entreprises d'investissement et les internalisateurs systématiques .....	56
2.3. La suspension temporaire des obligations de transparence pré- et post-négociation : le déclin de liquidité ex post .....	57
3. DÉTERMINATION DE LA LIQUIDITÉ POUR LES INSTRUMENTS FINANCIERS .....	58
3.1. La détermination de la liquidité pour les actions et instruments assimilés .....	59
3.1.1. Les seuils établis pour déterminer si une action à un marché liquide .....	59
3.1.2. Les seuils établis pour déterminer si un instrument assimilé à un marché liquide .....	60
3.2. La détermination de la liquidité pour les obligations, produits financiers structurés, quotas d'émission et instruments dérivés .....	60
3.2.1. La classification des instruments financiers .....	60

3.2.2. Les méthodologies de calcul des seuils de liquidité .....	62
3.2.3. La détermination de l'existence d'un marché liquide pour les obligations .....	63
3.2.4. La détermination de l'existence d'un marché liquide pour les produits financiers structurés .....	65
3.2.5. La détermination de l'existence d'un marché liquide pour les dérivés titrisés .....	65
3.2.6. La détermination de l'existence d'un marché liquide pour les autres instruments dérivés .....	65
4. LES DÉROGATIONS À LA TRANSPARENCE .....	66
4.1. Les exemptions possibles aux obligations de transparence pour les actions et instruments assimilés .....	68
4.1.1. Les exemptions générales à la transparence pré-négociation .....	68
4.1.2. La détermination des ordres de taille élevée par rapport à la taille normale de marché .....	69
4.1.3. Le mécanisme du double plafonnement .....	70
4.1.4. Les différés de publication post-négociation .....	71
4.2. Les exemptions possibles aux obligations de transparence pour les autres instruments financiers .....	71
4.2.1. Les exemptions générales à la transparence pré-négociation .....	72
4.2.2. Les différés de publication post-négociation .....	73
4.3. Les seuils de taille spécifique à l'instrument (SSTI) et de taille élevée (LIS) .....	75
4.3.1. Les méthodes générales de calcul des seuils LIS et SSTI .....	75
4.3.2. Exemples de calcul pour les obligations .....	78
5. OBLIGATION DE NÉGOCIATION POUR LES ACTIONS ET CERTAINS DÉRIVÉS .....	78
5.1. L'obligation de négociation pour les actions .....	79
5.2. L'obligation de négociation pour certains dérivés .....	80
5.2.1. Les règles générales de l'obligation de négociation .....	80
5.2.2. La détermination par l'ESMA des catégories de dérivés soumises à l'obligation de négociation .....	81
6. LE POST-MARCHÉ : ACCÈS À LA COMPENSATION .....	82
6.1. Accès non discriminatoire à la compensation .....	83
6.1.1. Accès non discriminatoire à une contrepartie centrale .....	83
6.1.2. Accès non discriminatoire à une plateforme de négociation .....	84
6.2. Accès non discriminatoire aux indices de référence .....	85

## CHAPITRE II

<b>MICROSTRUCTURE DES MARCHÉS</b> .....	<b>87</b>
1. LE RÉGIME OBLIGATOIRE DU PAS DE COTATION .....	87
1.1. Les objectifs .....	87
1.2. Le périmètre du régime des pas minimum de cotation .....	88
1.3. Le fonctionnement du régime des pas minimum de cotation .....	88
1.3.1. La détermination des pas minimum de cotation .....	88
1.3.2. La tranche de liquidité .....	89
1.3.3. Le marché le plus pertinent en termes de liquidité .....	90
2. <i>TRADING</i> HAUTE FRÉQUENCE ET <i>TRADING</i> ALGORITHMIQUE .....	91
2.1. Qu'est-ce que le <i>trading</i> algorithmique ? .....	93
2.2. Les obligations de MIF 2 en matière de <i>trading</i> algorithmique .....	93
2.2.1. L'encadrement des stratégies autorisées .....	93
2.2.2. L'information des autorités compétentes .....	94
2.2.3. Le contrôle des systèmes .....	94
2.2.4. La gouvernance des systèmes .....	95
3. LA TENUE DE MARCHÉ .....	95
3.1. Les règles applicables aux plateformes de négociation .....	96
3.2. L'accord de tenue de marché des plateformes de négociation .....	96
3.3. Les incitations des plateformes de négociation .....	97

## CHAPITRE III

<b>LA GESTION DES DONNÉES SOUS MIF 2</b> .....	<b>99</b>
1. LES SERVICES DE COMMUNICATION DE DONNÉES .....	99
1.1. Les règles communes à tous les prestataires de services de communication de données .....	100
1.2. La transparence post-négociation : les APA et les CTP .....	101
1.2.1. Définition et description du fonctionnement des APA et des CTP .....	101
1.2.2. Le régime des CTP .....	103
1.2.3. Les modalités d'intervention et de traitement des données par les APA et les CTP .....	104
1.2.4. L'encadrement du coût des données de marché .....	105
1.3. La déclaration des transactions aux régulateurs .....	105
1.3.1. L'obligation de déclarer les transactions .....	105

1.3.2. Évolution du mécanisme des transactions : de MIF 1 à MIF 2 .....	107
1.3.3. Les ARM .....	109
1.3.4. Les difficultés de mise en œuvre de la déclaration des transactions .....	109
1.4. La conservation des données par les plateformes de négociation .....	110
<b>2. LES DONNÉES DE RÉFÉRENCE DANS MIF 2 .....</b>	<b>111</b>
2.1. Un chantier <i>Big Data</i> pour l'ESMA .....	111
2.2. L'obligation de fournir des données de référence relatives aux instruments financiers .....	113
2.3. L'articulation complexe des données de référence dans MIF 2 .....	114
2.3.1. Lien entre le régime de transparence et la notion de TOTV .....	114
2.3.2. La question spécifique de l'immatriculation des dérivés de gré à gré .....	115
2.3.3. Les situations dans lesquelles un IS doit attribuer un code ISIN ....	115

## CHAPITRE IV

<b>LA RÉGULATION DES MARCHÉS DE MATIÈRES PREMIÈRES .....</b>	<b>119</b>
<b>1. LA RÉGULATION DES MARCHÉS DE MATIÈRES PREMIÈRES, UNE INNOVATION MIF 2 .....</b>	<b>119</b>
1.1. Aux origines de la régulation des marchés de matières premières : la financiarisation .....	119
1.2. Réactions des autorités publiques : la régulation des marchés de matières premières .....	121
<b>2. LES INSTRUMENTS ET LES ENTITÉS VISÉES .....</b>	<b>122</b>
2.1. Les instruments visés .....	122
2.2. Les entités visées .....	124
2.2.1. Le test relatif à la part de marché non privilégiée par rapport au marché global européen .....	125
2.2.2. Le test intragroupe évaluant la part des activités non privilégiée du groupe par rapport aux activités commerciales .....	126
2.2.3. Les conséquences relatives à une activité non privilégiée non accessoire .....	127
<b>3. LES LIMITES DE POSITION .....</b>	<b>127</b>
3.1. La gestion et la limitation des positions par les autorités nationales compétentes et l'ESMA .....	129
3.2. La possible exemption aux limites de position .....	130
3.3. Le calcul des limites de position .....	130

3.4. Les obligations des plateformes de négociation proposant de négocier des instruments dérivés sur matières premières .....	132
4. LA DÉCLARATION DES POSITIONS .....	132
4.1. Les obligations d'information des acteurs du marché dérivé des matières premières .....	132
4.2. Les obligations de déclaration des plateformes de négociation .....	133

## PARTIE 2

# LE CADRE D'EXERCICE : RÈGLES D'ORGANISATION ET PROTECTION DES INVESTISSEURS ..... 137

## CHAPITRE I

### LES RÈGLES D'ORGANISATION ..... 139

1. LES RÈGLES GÉNÉRALES D'ORGANISATION .....	140
1.1. Une meilleure gouvernance interne .....	142
1.2. Les évolutions de la fonction Conformité .....	143
1.3. Traitement des plaintes ou des réclamations clients .....	144
1.4. Politiques de rémunération .....	144
1.5. Conservation des informations .....	148
2. LA GESTION DES CONFLITS D'INTÉRÊTS : UN DISPOSITIF-CLÉ .....	149
2.1. Le cadre général .....	149
2.1.1. La définition des conflits d'intérêts .....	149
2.1.2. La gestion des conflits d'intérêts : une approche en trois temps .....	150
2.1.3. Les dispositions organisationnelles à mettre en place .....	150
2.2. Exigences renforcées relatives au placement et à la prise ferme .....	151
3. ENREGISTREMENT ET CONSERVATION DES DONNÉES .....	153
3.1. Objectifs .....	154
3.2. Champ d'application .....	154
3.3. Les dispositions organisationnelles à mettre en place .....	155
3.4. Élargissement des données à transmettre sur demande .....	156
3.5. Encadrement de la conservation des données .....	156
3.6. <i>Monitoring</i> .....	157
4. LES RÈGLES EN MATIÈRE D'« AVANTAGES » (« <i>INDUCEMENTS</i> ») .....	157
4.1. Le régime général des <i>inducements</i> sous MIF 2 .....	158

4.2. L'interdiction de percevoir des <i>inducements</i> pour le conseil en investissement indépendant et la gestion de portefeuille .....	160
--	-----

## CHAPITRE II

<b>LA PROTECTION DES INVESTISSEURS ET LA COMMERCIALISATION DES INSTRUMENTS FINANCIERS .....</b>	<b>165</b>
1. RÈGLES DE BONNE CONDUITE .....	165
1.1. Classification des clients .....	165
1.1.1. Pourquoi catégoriser les clients ? .....	165
1.1.2. Quelles sont les différentes catégories de clients ? .....	166
1.1.3. La principale modification de MIF 2 : la classification des municipalités et des pouvoirs publics locaux .....	168
1.1.4. Les possibilités de changement de classification .....	169
1.2. Information des clients .....	171
1.2.1. Le maintien du principe d'obligation d'information envers les clients .....	171
1.2.2. Les nouveautés de MIF 2 .....	171
1.3. Évaluation des clients .....	175
1.3.1. Les différents régimes d'évaluation .....	175
1.3.2. Les modifications de l'exécution simple concernant le caractère complexe ou non complexe de l'instrument financier .....	176
2. GOUVERNANCE PRODUITS .....	179
2.1. Les concepts-clés de la Gouvernance Produits .....	180
2.1.1. Le producteur et le distributeur, les acteurs de la Gouvernance Produits .....	180
2.1.2. Le marché cible, la pierre angulaire de la Gouvernance Produits .....	181
2.2. Une répartition des obligations .....	183
2.2.1. Les obligations des producteurs .....	183
2.2.2. Les obligations des distributeurs .....	186
2.2.3. Les échanges entre producteurs et distributeurs .....	188
2.2.4. Une réelle nécessité de standardisation .....	189



## CHAPITRE III

### **MEILLEURE EXÉCUTION .....193**

#### **1. LES OBLIGATIONS DES ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT .....193**

1.1. Les principes de la meilleure exécution des ordres issus de MIF 1 confirmés par MIF 2 .....193

1.1.1. La meilleure exécution des ordres : l'élément-clé de la directive MIF 1 .....193

1.1.2. Les éléments-clés du dispositif .....194

1.2. Le renforcement de la transparence due aux clients sous MIF 2 .....196

1.2.1. Les informations sur la politique d'exécution .....196

1.2.2. Le rapport des cinq premières plateformes d'exécution .....197

1.3. Les transactions négociées de gré à gré et les prix OTC .....197

#### **2. LES RAPPORTS DES ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT ET DES PLATEFORMES .....198**

2.1. Le classement des cinq premières plateformes d'exécution par les entreprises d'investissement .....198

2.2. Le rapport sur la qualité d'exécution des transactions par les plateformes .....199

2.2.1. Contenu de l'obligation .....199

2.2.2. Une obligation disproportionnée ? .....201

## CHAPITRE IV

### **LES NOUVELLES RÈGLES EN MATIÈRE DE RECHERCHE .....203**

#### **1. DE MIF 1 À MIF 2 : LE NOUVEAU TRAITEMENT DE LA RECHERCHE .....204**

1.1. MIF 2 : La recherche devient une incitation .....204

1.2. MIF 2 : Le nouveau financement de la recherche .....205

1.3. Les obligations d'une entreprise d'investissement qui met en place un compte de frais de recherche .....207

1.3.1. Les exigences relatives au budget de recherche : évaluation, contrôle, allocation .....207

1.3.2. Les exigences relatives à l'information et à l'accord du client .....208



2. LES ENJEUX DU NOUVEAU RÉGIME DE FINANCEMENT DE LA RECHERCHE .....	210
2.1. La définition de la recherche .....	210
2.2. Gestion sous mandat versus gestion collective .....	212
2.3. La valorisation de la recherche .....	212
2.4. Incompatibilité avec le régime américain .....	213
2.5. La recherche sur les valeurs petites et moyennes .....	213
2.6. Les difficultés opérationnelles de mise en œuvre .....	213
3. TRANSITION VERS MIF 2 : TRAVAUX EN COURS .....	214
3.1. La transposition du régime en droit national .....	214
3.1.1. En France .....	214
3.1.2. Au Royaume-Uni .....	215
3.2. Les travaux de place .....	215
CONCLUSION .....	217
1. ANALYSE CRITIQUE DE MIF 2 .....	217
2. REPENSER LE MODE D'ÉLABORATION DE LA RÉGLEMENTATION EUROPÉENNE .....	218
2.1. Réguler à bon escient .....	218
2.2. Reconnaître le principe de proportionnalité .....	219
2.3. Revoir les conditions d'élaboration de la norme .....	219
3. A-T-ON PRIS TOUTE LA MESURE DU DISPOSITIF MIF 2 ? .....	220
4. REFONDRE MIF 2, BREXIT OBLIGE .....	221
4.1. Le <i>Brexit</i> et ses conséquences.....	221
4.2. La perte du passeport européen et la relocalisation des activités .....	221
4.3. La nécessaire révision du calibrage de MIF 2 .....	223
POSTFACE .....	227
<b>MIF 2 EN DEUX MOTS ? PAROLES D'EXPERTS .....</b>	<b>227</b>

ANNEXES .....	231
<b>LISTE DES ORGANISMES ET COMITÉS CITÉS .....</b>	<b>231</b>
<b>LISTE DES ABRÉVIATIONS UTILISÉES .....</b>	<b>231</b>
<b>LISTE DES TEXTES D'APPLICATION DE MIF 2 PUBLIÉS AU <i>JOURNAL OFFICIEL DE L'UNION EUROPÉENNE</i> (AOÛT 2017) .....</b>	<b>234</b>
<b>LISTE DES DOCUMENTS DE QUESTIONS-RÉPONSES (Q&amp;A) DE L'ESMA (AOÛT 2017) .....</b>	<b>237</b>
<b>RÉFÉRENCES ET LIENS UTILES .....</b>	<b>238</b>
<b>LISTE DES TABLEAUX ET ILLUSTRATIONS .....</b>	<b>239</b>