

■ RÉGLEMENTATION

Marchés d'instruments financiers – Transposition et adaptation du droit français à la directive et au règlement du 15 mai 2014 relatifs aux marchés financiers.

Ordonnance n° 2016-827 du 23 juin 2016 relative aux marchés d'instruments financiers.

Commentaire d'Anne-Claire Rouaud¹

Après avoir adapté le droit français aux textes européens relatifs aux abus de marché² et aux dépositaires centraux de titres³, il restait au législateur français à procéder aux modifications nécessaires pour se conformer aux textes européens relatifs aux marchés d'instruments financiers. Prise sur le fondement de la loi n° 2014-1662 du 30 décembre 2014 portant diverses dispositions d'adaptation de la législation au droit de l'Union européenne en matière économique et financière, l'ordonnance du 23 juin 2016 relative aux marchés d'instruments financiers⁴ transpose la directive 2014/65/UE (dite MiFID II⁵) et adapte le droit interne au règlement n° 600/2014 (dit MiFIR) relatifs aux marchés d'instruments financiers. Tel est l'objet de son premier chapitre, objet de ce commentaire, le chapitre 2 comportant des dispositions relatives à l'outre-mer et le chapitre 3 étant consacré aux dispositions diverses et finales.

Étant observé que la transposition n'intervient finalement pas *in extremis* mais avec de l'avance, puisque le jour même de la signature de l'ordonnance, de nouveaux textes ont été adoptés au niveau européen⁶ pour repousser la date limite de transposition – initialement fixée au

3 juillet 2016, et reportée au 3 juillet 2017 – ainsi que la date d'application du nouveau dispositif – reportée du 3 janvier 2017 au 3 janvier 2018 –, ce afin de permettre la mise en place des infrastructures de collecte de données nécessaires, dont dépend l'application du nouveau cadre juridique⁷. Aussi les dispositions issues de l'ordonnance du 23 juin 2016 entreront-elles en vigueur, pour leur quasi-totalité, le 3 janvier 2018⁸.

On sait que la mise en concurrence des lieux d'exécution opérée par la première directive MIF⁹, qui a consacré deux autres types de systèmes de négociation à côté des marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation et les internalisateurs systématiques, a favorisé le développement de systèmes d'exécution des ordres exploitant les failles du cadre réglementaire pour échapper aux obligations de transparence qui devaient permettre d'assurer les bonnes conditions de la concurrence¹⁰. Aussi le bilan était-il plus que mitigé après quelques années, en raison de la réduction de la taille moyenne des transactions, de la fragmentation de la liquidité et de la dégradation du mécanisme de formation des prix¹¹, sans que s'ensuive une réduction des coûts pour l'investisseur final, surtout non professionnel. La révision de la directive avait ainsi pour objectif de remédier à ces difficultés en renforçant le cadre réglementaire des marchés d'instruments financiers, et notamment des opérations de gré à gré. Tandis que le règlement MIF renforce les règles relatives à la transparence des négociations, la directive MIF II introduit de nombreuses modifications d'importance, concernant notamment les limites de positions sur dérivés sur matières premières, l'encadrement du trading algorithmique à haute fréquence, la création d'une nouvelle catégorie de plate-forme de négociation, les systèmes organisés de négociation, ou encore le renforcement de la protection des investisseurs.

Dans le sillage des textes européens, l'ordonnance apporte d'importantes modifications concernant tant les marchés (I.) que les prestataires et la protection des investisseurs (II.).

I. LES MARCHÉS

Les principales innovations concernant les marchés ont trait à la typologie et à l'encadrement des plates-formes de négociation ainsi qu'à l'amélioration de la transparence.

1. La suite de ce commentaire sera publiée dans le prochain numéro de la chronique.
2. Dir. PE et Cons. UE 2014/57/UE du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché et régl. PE et Cons. UE n° 596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché, JOUE n° L 173 du 12 juin 2014; Loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché, JO n° 0144 du 22 juin 2016, texte n° 1; Banque et Droit n° 169, juill.-août 2016, p. 21, A.-C. Rouaud, J.-J. Daigre et J. Chacornac.
3. Régl. PE et Cons. UE n° 909/2014 du 23 juillet 2014 concernant l'amélioration du règlement des opérations sur titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres, JOUE n° L 257 du 28 août 2014; Ord. n° 2015-1686 du 17 décembre 2015, JO n° 0293 du 18 décembre 2015, texte n° 19.
4. Ord. n° 2016-827 du 23 juin 2016 relative aux marchés d'instruments financiers, JO n° 0146 du 24 juin 2016, texte n° 17; Th. Bonneau, « La réforme des marchés d'instruments financiers », JCP E 2016, n° 30-34, p. 41; R. Vabres, Dr. sociétés n° 8-9, août 2016, comm. 148 et n° 10, oct. 2016, comm. 167.
5. Dir. PE et Cons. UE 2014/65/UE du 15 mai 2014 et régl. PE et Cons. UE n° 600/2014 du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012, JOUE n° L 173, 12 juin 2014, p. 349 et p. 84; Th. Bonneau, « MIF 2 : aperçu général de la directive et du règlement du 15 mai 2014 », RDBF 2014, dossier 59; P. Pailler, « Les projets européens de révision de la directive sur les marchés financiers », RDBF mars 2012, étude 4.
6. MiFID II, art. 93. Dir. PE et Cons. UE 2016/1034 du 23 juin 2016 modifiant la directive 2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers et régl. PE et Cons. UE n° 2016/1033 du 23 juin 2016 modifiant le règlement (UE) n° 600/2014 concernant les marchés d'instruments financiers, le règlement (UE) n° 596/2014 sur les abus de marché et le règlement (UE) n° 909/2014 concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres, art. 1^{er}: JOUE n° L 175, 30 juin 2016, p. 8 et p. 1.

7. Dir. 2016/1034, cons. 6 à 9.

8. Ord. n° 2016-827 préc., art. 28.

9. Dir. PE et Cons. 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, JOUE n° L 145 du 30 avril 2004, transposée en droit français par l'ord. n° 2007-544 du 12 avril 2007 relative aux marchés d'instruments financiers, JO n° 87 du 13 avril 2007, texte n° 9.

10. V. notamment Ch. Fleuriot, « Rapport au ministre de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi sur la révision de la directive sur les Marchés d'Instruments Financiers », février 2010; Rapport AMF, dirigé par J.-P. Pinatton et O. Poupard-Lafarge, 11 juin 2010; « Les enjeux liés à l'émergence des Dark Pools et des Crossing Networks », Fiche presse AMF du 20 octobre 2009, site de l'AMF; F.-R. Benois, « Le nouveau paradigme de la concurrence des marchés d'actions européens : parangon ou repoussoir? », RDBF novembre-décembre 2010, comm. 26, p. 16.

11. Encore que les avis soient divergents sur ce point.

1. Les plates-formes de négociation

L'ordonnance modifie les dispositions du titre II, relatif aux plates-formes de négociation, du livre IV du Code monétaire et financier consacré aux marchés¹². Si les intitulés des chapitres consacrés aux marchés réglementés (chap. 1 à 3) et aux systèmes multilatéraux de négociation (chap. 4) demeurent inchangés, deux innovations notables sont apportées à l'organisation de ce titre. La première tient à l'introduction d'un chapitre préliminaire regroupant les dispositions communes aux différentes plates-formes de négociation (articles L. 420-1 à L. 420-18 nouveaux du Code monétaire et financier), ce qui est de nature à éviter les redites et à alléger quelque peu les textes. La seconde concerne le chapitre 5, précédemment consacré aux internalisateurs systématiques, qui traite désormais des systèmes organisés de négociation, les dispositions relatives aux internalisateurs systématique étant basculées dans le Livre V parmi les règles applicables aux prestataires de services¹³. Cette nouvelle distribution est la suite logique de la distinction entre modes de négociation multilatéraux et bilatéraux consacrée par la directive MIF II¹⁴, la notion de plate-forme de négociation recouvrant les systèmes multilatéraux tandis que l'internalisation relève du bilatéral.

Les nouvelles dispositions communes sont ainsi complétées par les dispositions spéciales propres à chaque catégorie de plate-forme de négociation, elles-mêmes retouchées et complétées.

1.1. Dispositions communes

Les 18 articles composant le nouveau chapitre préliminaire sont ordonnés en huit sections. La première section (art. L. 420-1 nouveau du Code monétaire et financier) est consacrée aux définitions. On y retrouve les deux catégories génériques introduites par la directive MIF II dans un effort de classification des lieux d'exécution. Celle de plate-forme de négociation, qui recouvre les marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation et les systèmes organisés de négociation¹⁵; et celle de système multilatéral, qui désigne un système ou un dispositif au sein duquel de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers peuvent interagir¹⁶, ce qui englobe également les marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation et les systèmes organisés de négociation. L'accès électronique direct est également défini, par lequel un membre d'une plate-forme de négociation permet à une personne d'utiliser son code de négociation pour transmettre des ordres directement à celle-ci¹⁷.

La deuxième section (art. L. 420-2 nouveau du Code monétaire et financier) est relative à l'interdiction de la

négociation pour compte propre, posée en ces termes : « Le gestionnaire d'une plate-forme de négociation n'engage pas ses propres capitaux ni ne négocie par appariement avec interposition de son compte propre sur les plates-formes qu'il gère »¹⁸. Le législateur français a ainsi choisi de formuler une interdiction générale valant pour toutes les plates-formes de négociation, tandis que la règle est posée distinctement pour chaque catégorie de plate-forme dans la directive, de manière catégorique pour les marchés réglementés et les systèmes multilatéraux de négociation¹⁹ et de manière beaucoup plus nuancée pour les systèmes organisés de négociation²⁰. Aussi l'interdiction de principe posée au titre des dispositions communes est-elle assortie d'une exception pour ces derniers²¹.

La troisième section (art. L. 420-3 à L. 420-8 nouveaux du Code monétaire et financier) rassemble les exigences organisationnelles communes aux différentes plates-formes de négociation. Il s'agit principalement de l'obligation pour le gestionnaire d'une plate-forme d'assurer la résilience de ses systèmes, y compris en période de tension sur les marchés, ce qui doit être vérifié en procédant à des tests²²; de mettre en place des mécanismes de suspension des négociations et de coupe-circuit, ainsi que des mécanismes permettant de rejeter les ordres manifestement erronés ou dépassant certains seuils de volume ou de prix, voire, dans des cas exceptionnels, d'annuler, de modifier ou de corriger des transactions²³; de mettre en place des mécanismes et procédures visant à s'assurer que les systèmes de négociation algorithmique ne créent pas des conditions de négociation de nature à perturber le bon ordre du marché²⁴; et d'adopter un certain nombre de mesures supplémentaires lorsqu'il permet la fourniture d'un accès électronique direct²⁵. Les exigences organisationnelles comprennent également l'encadrement des relations entre le gestionnaire d'une plate-forme de négociation et les prestataires de services d'investissement agissant en tant que teneurs de marché sur cette plate-forme²⁶, l'obligation pour le gestionnaire d'une plate-forme de se doter de règles transparentes, équitables et non discriminatoires en matière de colocalisation²⁷ ainsi que de structures tarifaires transparentes, équitables et non discriminatoires²⁸, de mettre à la disposition de l'AMF les données relatives au carnet d'ordres ou de lui permettre d'accéder au carnet afin qu'elle puisse suivre les

12. Ord. n° 2016-827 préc., art. 3 à 7.

13. Voir *infra*, II.

14. A.-C. Rouaud, « Typologie des systèmes de négociation dans les projets de révision de la directive MIF », RTDF n° 1, janvier 2013, p. 103.

15. Art. L. 420-1, I, al. 1^{er} nouveau C. mon. fin.; MIFID II, art. 4, § 1, 24^o.

16. Art. L. 420-1, I in fine nouveau C. mon. fin.; MIFID II, art. 4, § 1, 19^o.

17. Art. L. 420-1, I, al. 4 nouveau C. mon. fin.; MIFID II, art. 4, § 1, 41^o.

18. Art. L. 420-2, al. 1^{er} nouveau C. mon. fin.

19. MIFID II, art. 47, § 2 et art. 19, § 5 respectivement.

20. MIFID II, art. 20, § 1.

21. Voir *infra*, I.2.

22. Art. L. 420-3, I C. mon. fin.; MIFID II, art. 48, § 1.

23. Art. L. 420-3, II C. mon. fin.; MIFID II, art. 48, § 4 et 5.

24. Cela inclut diverses mesures, telles que l'identification des ordres générés par des systèmes de négociation algorithmique à haute fréquence, la limitation de la proportion d'ordres non exécutés, ou encore l'établissement d'un pas de cotation minimal : art. L. 420-3, III C. mon. fin.; MIFID II, art. 48, § 6 et 10.

25. Art. L. 420-3, IV C. mon. fin.; MIFID II, art. 48, § 7.

26. Art. L. 420-4 nouveau C. mon. fin.; MIFID II, art. 48, § 2.

27. Art. L. 420-5 nouveau C. mon. fin.; MIFID II, art. 48, § 8.

28. Art. L. 420-6 nouveau C. mon. fin.; MIFID II, art. 48, § 10.

transactions²⁹ et de mettre en œuvre des pas de cotation pour certains instruments financiers³⁰. Toutes ces exigences, édictées dans la directive MIF II pour les marchés réglementés³¹, sont également applicables aux systèmes multilatéraux de négociation et aux systèmes organisés de négociation sur renvoi³² ; il est donc pertinent de les faire figurer dans les dispositions communes.

La quatrième section (art. L. 420-9 nouveau du Code monétaire et financier) est relative au contrôle du respect des règles de la plate-forme de négociation et des autres obligations.

La cinquième section (art. L. 420-10 nouveau du Code monétaire et financier) rassemble les dispositions relatives à la suspension et à la radiation des instruments financiers, auparavant envisagées distinctement pour les différents types de plate-forme de négociation. La faculté pour le gestionnaire de suspendre ou de retirer de la négociation tout instrument financier qui n'obéit plus aux règles du marché considéré, l'obligation corrélatrice de suspendre ou de retirer également les instruments dérivés liés, ou encore la faculté pour les autorités compétentes de l'ensemble des États membres d'exiger que l'instrument considéré soit retiré de la négociation par les autres systèmes (multilatéraux ou internalisateurs systématiques) relevant de leur compétence, sont en effet formulées par la directive MIF II dans les mêmes termes – *mutatis mutandis* – pour les marchés réglementés et pour les systèmes multilatéraux de négociation et les systèmes organisés de négociation³³. En conséquence, seules les règles relatives à l'admission aux négociations font désormais l'objet de dispositions spécifiques pour chaque catégorie de plate-forme³⁴.

La sixième section regroupe les dispositions relatives aux limites de positions et aux déclarations de positions, qui font respectivement l'objet d'une première et d'une seconde sous-sections. Les limites de positions, jusqu'ici prévues en droit français pour les seuls marchés réglementés par la loi du 26 juillet 2013³⁵, basculent ainsi dans les dispositions communes et font l'objet de développements plus étoffés (art. L. 420-11 à L. 420-15 nouveaux du Code monétaire et financier³⁶). Elles sont établies par l'AMF, qui détermine la taille de la position nette qu'une personne peut détenir à tout moment sur les instruments dérivés sur matières premières négociés sur des plates-formes de négociation et sur les contrats de gré à gré économiquement équivalents. Dans le prolongement des mesures préconisées lors du G20 de Pittsburgh en 2009 et de l'accord du G20 de Cannes en 2011, il s'agit de renforcer les pouvoirs d'intervention des autorités de

régulation afin de prévenir les abus de marché et de lutter contre la volatilité excessive des prix sur matières premières, notamment en veillant à la convergence entre les prix des instruments dérivés et les prix au comptant du sous-jacent³⁷. Les limites de positions sont fixées par l'AMF pour chaque instrument dérivé concerné en s'appuyant sur la méthodologie de calcul déterminée par l'AEMF et sont préalablement notifiées à cette dernière³⁸, l'AMF ayant en outre la possibilité d'imposer à titre exceptionnel des limites plus restrictives³⁹. Les pouvoirs de l'AMF se trouvent ainsi étendus par l'effet de la transposition de la directive, sur ce point comme sur d'autres.

Dans le même objectif, l'obligation de déclaration des positions (art. L. 420-16 nouveau du Code monétaire et financier) instaurée par la directive MIF II, pèse sur les gestionnaires de plates-formes de négociation sur lesquelles sont négociés des dérivés sur matières premières, des quotas d'émission ou des dérivés sur quotas d'émission⁴⁰. Plus détaillée que l'obligation de déclaration créée en droit français par la loi du 26 juillet 2013⁴¹, elle se décompose en une obligation quotidienne d'information de l'AMF et une obligation hebdomadaire de publication et de communication à l'AMF et à l'AEMF d'un rapport présentant les positions détenues, agrégées par catégories de détenteurs de positions (entreprises d'investissement et établissements de crédit, sociétés de gestion, autres établissements financiers et sociétés commerciales).

La septième section comporte un bref article L. 420-17 relatif à l'obligation pour les plates-formes de négociation de mettre à la disposition du public annuellement et gratuitement les informations relatives à la qualité d'exécution des transactions⁴².

Enfin, la huitième et dernière section (art. L. 420-18 nouveau du Code monétaire et financier) est consacrée à la libre prestation de services sur le territoire des États membres de l'Union européenne ou parties à l'accord sur l'Espace économique européen.

1.2. Dispositions spécifiques à chaque catégorie de plate-forme de négociation

L'ordonnancement du chapitre I^{er}, relatif aux marchés réglementés⁴³ (art. L. 421-1 à L. 421-20 nouveaux du Code monétaire et financier), est inchangé, à deux exceptions près : la section 4 traite désormais uniquement de l'admission aux négociations, les dispositions relatives à la suspension et à la radiation des instruments financiers figurant désormais parmi les règles communes⁴⁴ ; et

29. Art. L. 420-7 nouveau C. mon. fin. ; MIFID II, art. 48, § 11.

30. Art. L. 420-8 nouveau C. mon. fin. ; MIFID II, art. 49.

31. MIFID II, art. 48 et 49.

32. MIFID II, art. 18, § 5.

33. MIFID II, art. 52 et 32 respectivement.

34. Voir *infra*.

35. Actuel art. L. 421-16-2 C. mon. fin., issu de la loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires (art. 14) ; P. Pailler, « La régulation du marché des matières premières », BJB n° 12, déc. 2013, § 110w6, p. 618.

36. MIFID II, art. 57. L'article L. 421-16-2, relatif aux limites de position sur les marchés réglementés, est en conséquence abrogé.

37. Voir MIFID II, cons. 125 à 128.

38. Art. L. 420-11 nouveau C. mon. fin.

39. Art. L. 420-12 nouveau C. mon. fin.

40. MIFID II, cons. 129 et art. 58.

41. L'article L. 451-5 C. mon. fin., issu de la loi précitée du 26 juillet 2013 et imposant une obligation d'information à toute personne détenant des instruments financiers dont le sous-jacent est constitué, en tout ou partie, d'une matière première agricole, au-delà de certains seuils, est par conséquent abrogé. En revanche, les obligations supplémentaires de déclaration (art. L. 511-4-2 C. mon. fin.) et l'interdiction de constituer des stocks de matières premières (art. L. 511-8-2 C. mon. fin.) imposées aux établissements de crédit par cette même loi sont maintenues.

42. MIFID II, art. 27, § 3.

43. Objet de l'article 4 de l'ordonnance.

44. Voir *supra*.

la section 6 est supprimée, puisque les obligations de transparence avant et après négociation sont dorénavant régies par le règlement européen⁴⁵. La définition des marchés réglementés est inchangée mais le premier alinéa du II de l'article L. 421-1, qui prévoyait la possibilité de négocier des quotas d'émission sur un marché réglementé, est supprimé⁴⁶; cette précision devient en effet inutile dès lors que les quotas d'émission sont désormais assimilés aux instruments financiers pour l'application des dispositions relatives aux plates-formes de négociation⁴⁷. De nouveaux articles (art. L. 421-7-1 à L. 421-7-5) sont ajoutés pour transposer les exigences de la directive MIF II relatives aux organes de direction et aux membres du conseil d'administration ou de surveillance de l'entreprise de marché⁴⁸: exigences d'honorabilité et de compétence; obligation pour les entreprises de marché ayant une importance significative de créer un comité des nominations chargé notamment, en amont, d'apprécier l'aptitude des candidats et, en aval, d'évaluer périodiquement les organes sociaux⁴⁹; limitation du cumul des mandats, de manière à ce que les dirigeants « consacrent un temps suffisant à l'exercice de leurs fonctions »⁵⁰; dispositif de gouvernance de l'entreprise de marché... Parmi les principales nouveautés, signalons également la modification des articles L. 421-12 et L. 421-13, pour tenir compte de la faculté pour les membres de marché, instaurée par la directive MIF II afin de promouvoir la concurrence entre les systèmes de post-marché, de choisir un système de règlement livraison⁵¹ ou une chambre de compensation autres que ceux désignés par l'entreprise de marché, le cas échéant d'un autre État membre.

Le chapitre IV, relatif aux systèmes multilatéraux de négociation⁵² (art. L. 424-1 à L. 424-10 nouveaux du Code monétaire et financier), connaît des modifications similaires à celles opérées pour les marchés réglementés: suppression des règles relatives à la suspension et au retrait des instruments financiers, relevant désormais des dispositions communes – le champ de la section 3 est ici également réduit à l'admission aux négociations –, ainsi que de celles relatives aux obligations de transparence avant et après négociation (qui faisaient l'objet de la section 5), régies par le nouveau règlement européen, et modification des dispositions relatives au dénouement des transactions (art. L. 424-3 nouveau) pour tenir compte de la faculté des membres de marché de recourir au système de règlement livraison et à la chambre de compensation de leur choix.

En dehors de ces points, les quatre premières sections ne connaissent pas de modifications essentielles.

La définition du système multilatéral de négociation est inchangée, si ce n'est pour préciser que « le système compte au moins trois membres ou utilisateurs significativement actifs, chacun d'eux ayant la possibilité d'interagir avec tous les autres en matière de formation des prix »⁵³ (art. L. 424-1, al. 2 nouveau) et pour remplacer le terme d'« exploitant » par celui de « gestionnaire » du système. La section 7, qui contenait des dispositions transitoires, est supprimée.

Mais la principale nouveauté tient à l'introduction de dispositions relatives au marché de croissance des petites et moyennes entreprises (nouvelle section 5; art. L. 424-6 à L. 424-8 nouveaux), sorte de « label », création de la directive MIF II, dont pourront bénéficier les systèmes multilatéraux de négociation à certaines conditions, pour faciliter le financement des PME par le marché⁵⁴. On sait que le financement des PME compte parmi les objectifs de la Commission européenne, qui l'a depuis inscrit dans le plan d'action pour construire l'Union des marchés des capitaux présenté en 2015⁵⁵ et réaffirmé tout récemment⁵⁶. Le gestionnaire d'un tel système pourra ainsi solliciter l'enregistrement de celui-ci auprès de l'AMF en tant que marché de croissance des petites et moyennes entreprises dès lors que 50 % au moins des émetteurs dont les titres sont admis à la négociation sur ce système sont des PME⁵⁷ au moment de l'enregistrement et au cours de toute année civile ultérieure et que le système répond aux conditions de fonctionnement fixées par décret⁵⁸.

Le chapitre V⁵⁹, précédemment consacré aux internalisateurs systématiques, l'est désormais à la nouvelle catégorie de plates-formes de négociation créée par la directive MIF II⁶⁰, celle des systèmes organisés de négociation (art. L. 425-1 à L. 425-10 nouveaux du Code monétaire et financier). Bâti sur le même plan que ceux relatifs aux deux autres types de plates-formes de négociation, il comporte cinq sections: « Définition, agrément ou autorisation du gestionnaire » (Section 1, art. L. 425-1 nouveau), « Conditions de fonctionnement » (Section 2, art. L. 425-2 à L. 425-6 nouveaux), « Admission aux négociations » (Section 3, art. L. 425-7 nouveau), « Régime des clients » (Section 4, art. L. 425-8 nouveau) et « Systèmes organisés de négociation européens » (Section 5, art. L. 425-9 et L. 425-10 nouveaux).

Un système organisé de négociation est un système multilatéral qui assure la rencontre en son sein et à la discrétion du gestionnaire de multiples intérêts ache-

45. MIFIR, Titre II, art. 3 à 13, pour les plates-formes de négociation.

46. Cette disposition avait été introduite par la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière (art. 9); Th. Bonneau, JCP E 2010, 1966.

47. Art. L. 420-1, II nouveau C. mon. fin. Voir infra, II, et les observations critiques de Th. Bonneau, commentaire préc., spéc. n° 7.

48. MIFID II, art. 45.

49. Art. L. 421-7-3 nouveau C. mon. fin.

50. Art. L. 421-7-1, I, 1° nouveau C. mon. fin.

51. Conformément au règlement (UE) n° 909/2014 préc.

52. Objet de l'article 6 de l'ordonnance.

53. Comme cela a été relevé, ce seuil est singulièrement bas; v. A. Reybrobellet, « Les OTF: une réponse pertinente aux failles de MIF1? », BJB n° 11, nov. 2015, § 11220, p. 526, spéc. n° 16.

54. MIFID II, cons. 132 à 135.

55. Livre vert, 18 février 2015, « Construire l'union des marchés des capitaux »: COM (2015) 63 final; Th. Bonneau, « L'Union des marchés de capitaux, un nouveau "château de cartes"? », RDBF n° 4, juillet 2015, repère 4.

56. Communication de la Commission, « L'union des marchés de capitaux – accélérer la réforme », COM (2016) 601 final, sept. 2016.

57. Les PME sont définies par la directive MIF II comme « des sociétés dont la capitalisation boursière moyenne a été inférieure à 200 000 000 EUR sur la base des cotations de fin d'exercice au cours des trois dernières années civiles » (MIFID II, art. 4, § 1, 13°).

58. Art. L. 424-7 nouveau C. mon. fin.

59. Objet de l'article 7 de l'ordonnance.

60. MIFID II, art. 20.

teurs et vendeurs exprimés par des tiers de manière à conclure des transactions sur obligations, produits financiers structurés, quotas d'émission, dérivés et produits énergétiques de gros devant donner lieu à livraison physique⁶¹. Alors que les systèmes organisés de négociation constituaient dans la première mouture des textes européens une catégorie générique de système de négociation, sur laquelle tout type d'instrument financier serait susceptible d'être négocié, leur domaine a été limité dans le texte définitif aux instruments financiers autres que les actions et instruments assimilés⁶².

Comme les systèmes multilatéraux de négociation, ils peuvent être gérés par un prestataire de services d'investissement ou par une entreprise de marché – l'exploitation d'un système organisé de négociation rejoint la liste des services d'investissement⁶³ – et doivent compter au moins trois « clients » – il est ici question de « clients » et non de « membres ». De même, ils doivent se doter de règles transparentes, approuvées par l'AMF⁶⁴. Observons que les dispositions de la directive qui prévoient que l'autorité compétente peut exiger, soit lors de la demande d'agrément en vue de l'exploitation d'un système organisé de négociation, soit ponctuellement, une explication détaillée indiquant pourquoi ce modèle a été choisi plutôt que celui de marché réglementé, de système multilatéral de négociation ou même d'internalisateur systématique⁶⁵, ne sont pas intégrées dans le Code monétaire et financier. Il appartiendra à l'AMF de le préciser dans son règlement général au titre des conditions d'agrément et des principes d'organisation et de fonctionnement de ces systèmes, qui entrent naturellement dans son champ de compétence⁶⁶.

En revanche, les dispositions des articles L. 533-11 à L. 533-16, L. 533-18, L. 533-19, L. 533-24 et L. 533-24-1, c'est-à-dire la majeure partie des règles de bonne conduite (obligations des prestataires de services d'investissement d'agir au mieux des intérêts de leurs clients, de leur délivrer une information exacte, claire et non trompeuse, d'évaluer le caractère adéquat ou approprié du service ou du produit proposé, obligation de meilleure exécution, encadrement des rémunérations), qui sont d'ailleurs assez largement réécrites par l'ordonnance⁶⁷, ainsi que les nouvelles dispositions relatives à la conception et à la distribution des instruments financiers⁶⁸, sont applicables aux transactions conclues sur un système organisé de négociation⁶⁹ alors qu'elles ne

le sont pas aux systèmes multilatéraux de négociation⁷⁰. Dès lors qu'un système multilatéral assure la rencontre de multiples intérêts exprimés par des tiers, le gestionnaire d'un tel système doit être neutre. S'agissant des marchés réglementés et des systèmes multilatéraux de négociation, cette neutralité est assurée par l'obligation d'assurer la rencontre des intérêts vendeurs et acheteurs selon des règles non discrétionnaires. Mais les systèmes organisés de négociation ne sont pas soumis à pareille obligation, et disposent au contraire, du moins dans une certaine mesure, d'un pouvoir discrétionnaire en ce qui concerne l'exécution des ordres⁷¹. D'où leur soumission aux règles de bonne conduite et notamment à l'obligation d'exécution au mieux des ordres de leurs clients. Le risque de conflit d'intérêts est en outre prévenu par l'interdiction pour le gestionnaire du système d'exercer l'activité d'internalisateur systématique ou d'être lié avec un internalisateur systématique d'une façon qui rende possible l'interaction des ordres sur les deux lieux d'exécution⁷² et par l'interdiction d'exécuter des ordres pour compte propre dans le système qu'il gère, conformément au principe posé au titre des règles communes aux plates-formes de négociation⁷³. S'agissant des systèmes organisés de négociation, l'interdiction de principe est toutefois assortie d'une exception pour les transactions sur obligations, produits financiers structurés, quotas d'émissions ou sur instruments dérivés non soumis à l'obligation de compensation⁷⁴. Cette exception est soumise à une double condition : le consentement du client concerné doit être préalablement recueilli⁷⁵ et l'opérateur doit agir en tant qu'intermédiaire entre l'acheteur et le vendeur de manière à écarter toute exposition au risque de marché lors de l'exécution de la transaction, l'opération devant en outre être financièrement neutre pour l'intermédiaire, qui ne peut se rémunérer par une marge, mais seulement par des commissions⁷⁶. ■

61. Art. L. 425-1 nouveau C. mon. fin. Comme cela a été relevé (v. Th. Bonneau, commentaire préc., spéc. n° 9), la formulation n'est pas parfaitement identique à celle de la directive MIF II (MIFID II, art. 4, § 1, 23°).

62. Voir A.-C. Rouaud, « Typologie des systèmes de négociation dans les projets de révision de la directive MIF », préc.; A. Reygrobellet, « Les OTF : une réponse pertinente aux failles de MIF I ? », préc.

63. V. art. L. 321-1, 9° C. mon. fin. modifié; MIFID II, Annexe I, Section A, 9°.

64. Art. L. 425-2 nouveau C. mon. fin.

65. MIFID II, art. 20, § 7.

66. L'article L. 621-7, VII C. mon. fin. est modifié en ce sens.

67. Voir *infra*, II.

68. *Ibid.*

69. Art. L. 425-3 nouveau C. mon. fin.

70. Art. L. 424-2, al. 3 nouveau C. mon. fin.

71. MIFID II, art. 20, § 6.

72. Art. L. 425-4, II nouveau C. mon. fin.; MIFID II, art. 20, § 4 et les observations critiques d'A. Reygrobellet, art. préc., spéc. n° 28.

73. Voir *supra*.

74. Ainsi que pour les titres de dette souveraine pour lesquels il n'existe pas de marché liquide : art. L. 425-5, II nouveau C. mon. fin.; MIFID II, art. 20, § 3.

75. Art. L. 425-5 nouveau C. mon. fin.; MIFID II, art. 20, § 2.

76. Art. L. 420-2, al. 2 nouveau C. mon. fin.; MIFID II, art. 4, § 1, 38°.