

■ 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 (2^e partie).

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

Commentaire d'Anne-Claire Rouaud

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 financiers, dont les dispositions entreront en vigueur, pour leur quasi-totalité, le 3 janvier 2018, transpose la directive 2014/65/UE (dite MiFID II) et adapte le droit interne au règlement n° 600/2014 (dit MiFIR) relatifs aux marchés d'instruments financiers.

Son premier chapitre, objet de ce commentaire, apporte d'importantes modifications concernant tant les marchés que les prestataires et la protection des investisseurs. S'agissant des marchés, les principales innovations concernent la typologie et l'encadrement des plates-formes de négociation, d'une part, – elles ont été présentées dans la première partie de ce commentaire¹ – et l'amélioration de la transparence, d'autre part.

2. L'amélioration de la transparence des marchés

Dans le prolongement des obligations de transparence avant et après négociation qui pèsent sur les gestionnaires de plates-formes de négociation et les entreprises d'investissement et qui sont dorénavant régies par le règlement MIF², la directive MIF II comporte également un certain nombre de dispositions visant à améliorer la transparence, grâce à la consolidation et la diffusion des données de négociation³. L'absence de standardisation et de consolidation des données post-négociation, entre autres, comptaient au nombre des imperfections du dispositif issu de la première directive MIF. Les dispositions de la directive MIF II relatives aux services de communication de données sont ainsi transposées par l'ordonnance, qui modifie en ce sens le Code monétaire et financier à la fois dans ses dispositions relatives aux services et dans celles relatives aux prestataires.

S'agissant des services, l'ordonnance modifie l'intitulé du Titre II du Livre III du Code pour y inclure, à côté des services d'investissement et des services connexes, les services de communication de données, qui font l'objet d'un

nouveau chapitre 3 (art. L. 323-1 et L. 323-2 nouveaux)⁴. Au nombre de trois⁵, ces services recouvrent l'exploitation d'un dispositif de publication agréé, (ou « APA », pour « *Approved Publication Arrangement* »), qui fournit des services de publication de rapports de négociation pour le compte des PSI⁶; l'exploitation d'un système consolidé de publication (ou « CTP », pour « *Consolidated Tape Provider* »), qui fournit un service de collecte des rapports de négociation auprès des plates-formes de négociation et de dispositifs de publication agréés, ainsi qu'un service de regroupement de ces rapports en un flux électronique de données actualisé en continu, offrant des données de prix et de volume pour chaque instrument financier et quota d'émission⁷; et l'exploitation d'un mécanisme de déclaration agréé (ou « ARM », pour « *Approved Reporting Mechanism* »), qui fournit à des PSI un service de déclaration détaillée des transactions à l'AMF ou à l'AEMF⁸.

S'agissant des prestataires, l'ordonnance insère à la fin du Titre IV du Livre V du Code monétaire et financier, un nouveau chapitre 9 (art. L. 549-1 à L. 549-24 nouveaux) consacré aux prestataires de services de communication de données⁹, définis comme des personnes qui fournissent des services de communication de données à titre de profession habituelle (art. L. 549-1 nouveau)¹⁰. Après une première section consacrée à leur définition, ce chapitre comprend, sur le modèle de la présentation adoptée dans la directive, une section relative à l'agrément de ces prestataires (section 2¹¹), suivie de dispositions relatives aux exigences organisationnelles applicables à chacune des trois catégories (sections 3 à 5¹²). Enfin, une sixième section traite de la libre prestation de services.

L'agrément est délivré par l'AMF, qui tient un registre recensant ces prestataires. Sachant que les services de communication de données peuvent également être fournis par une entreprise d'investissement si son agrément le prévoit, ou par une entreprise de marché autorisée à cet effet par l'AMF¹³. L'agrément obéit au classique principe de spécialité, nécessitant une modification d'agrément si le prestataire souhaite étendre son activité à d'autres services de communication de données¹⁴. On retrouve également des exigences usuelles relatives à l'honora-

1. La première partie de ce commentaire a été publiée dans le précédent numéro de la chronique : *Banque et Droit* n° 170, novembre-décembre 2016, pp. 34-38.

2. MIFIR, Titre II, art. 3 à 13, pour les plates-formes de négociation; et Titre III, art. 14 à 21 pour les internalisateurs systématiques et les entreprises d'investissement négociant des instruments de gré à gré.

3. MIFID II, cons. 115 à 119.

4. Art. 2, 5^e de l'ordonnance.

5. Art. L. 323-1, 1 nouveau; MIFID II, Annexe I, section D et art. 4, § 1, 52^e à 54^e et 63^e.

6. Pour l'exécution de l'obligation de transparence post-négociation qui pèse sur les internalisateurs systématiques et les entreprises d'investissement négociant des instruments de gré à gré : MIFIR, art. 20 et 21.

7. Pour l'exécution de l'obligation de transparence post-négociation qui pèse tant sur les plates-formes de négociation que sur les internalisateurs systématiques et les entreprises d'investissement négociant des instruments de gré à gré : MIFIR, art. 6 et art. 20 respectivement.

8. Pour l'exécution de l'obligation de déclaration des transactions pesant sur les entreprises d'investissement : MIFIR, art. 26.

9. Art. 14 de l'ordonnance.

10. A noter que là où la directive définit uniquement les personnes autorisées à fournir ces services, le législateur français a choisi de distinguer, classiquement, les services et les prestataires, en définissant les seconds par référence aux premiers.

11. MIFID II, art. 59 à 63.

12. MIFID II, art. 64, 65 et 66 respectivement.

13. Art. L. 549-2 nouveau C. mon. fin.

14. Art. L. 549-3 nouveau C. mon. fin.

bilité, aux compétences et à l'expérience des dirigeants ainsi qu'à la gouvernance¹⁵.

Quant aux exigences organisationnelles, certaines sont formulées de manière similaire pour les trois catégories de prestataires, qui doivent se doter de dispositifs destinés à prévenir les conflits d'intérêts¹⁶ et de mécanismes de sécurité visant à éviter l'altération des données, l'accès non autorisé ou les fuites d'informations¹⁷. Ils doivent également se doter de systèmes pour vérifier l'exhaustivité et l'exactitude de l'information¹⁸. D'autres exigences sont communes aux dispositifs de publication agréés et aux systèmes consolidés de publication, qui doivent disposer de politiques et de mécanismes permettant de rendre publiques les informations requises « dans des délais aussi proches du temps réel que le permettent les moyens techniques et dans des conditions commerciales raisonnables » – qui seront définies par décret¹⁹ – et doivent rendre ces informations disponibles gratuitement quinze minutes après leur publication²⁰. Un système consolidé de publication doit en outre garantir que les données qu'il fournit sont collectées auprès de toutes les plateformes de négociation et les dispositifs de publication agréés, désignés par un décret, en adaptant cette obligation aux différentes catégories d'instruments financiers²¹. Les mécanismes de déclaration agréés doivent quant à eux déclarer les informations le plus rapidement possible et au plus tard au terme du jour ouvrable suivant le jour d'exécution de la transaction²².

Outre les innovations relatives aux marchés, l'ordonnance apporte d'importantes modifications intéressant le statut des prestataires et la protection des investisseurs.

II. LE STATUT DES PRESTATAIRES ET LE RENFORCEMENT DE LA PROTECTION DES INVESTISSEURS

1. Le statut des prestataires

L'ordonnance modifie sur plusieurs points – dont seuls les principaux seront signalés ici – les dispositions des chapitres 1 et 2 du Titre III du Livre V du Code monétaire et financier, relatifs aux définitions et aux conditions d'exercice de la profession.

Une première série de modifications vient étendre la liste des personnes et entités autres que les PSI qui sont autorisées à fournir des services d'investissement²³. Ce sont les dispositions de l'article L. 531-2 du Code moné-

taire et financier qui sont modifiées en ce sens. D'abord, pour ajouter de nouveaux cas d'exemption, notamment pour les dépositaires centraux de titres²⁴, les gestionnaires de réseaux de transport de gaz et d'électricité²⁵, ou, sous certaines conditions, les installations classées et les équipements et installations nécessaires à l'exploitation d'une installation nucléaire de base et les exploitants d'aéronef qui rejettent un gaz à effet de serre²⁶. Ensuite, pour modifier des cas d'exemption existants, notamment en ce qui concerne les personnes qui ont une activité de négociation pour compte propre²⁷. Lorsque cette activité porte sur des instruments financiers autres que des dérivés sur matières premières, des quotas d'émission de CO₂ ou des dérivés sur quotas d'émission, l'exemption ne bénéficie pas aux teneurs de marché, ni aux personnes qui ont recours à une technique de négociation algorithmique à haute fréquence, ni à celles qui négocient pour compte propre lorsqu'elles exécutent les ordres de leurs clients²⁸. En revanche, lorsque l'activité de négociation pour compte propre porte sur des dérivés sur matières premières, des quotas d'émission de CO₂ ou des dérivés sur quotas d'émission, l'exemption bénéficie aux teneurs de marché – mais non aux personnes qui ont recours à une technique de négociation algorithmique à haute fréquence ni à celles qui négocient pour compte propre lorsqu'elles exécutent les ordres de leurs clients²⁹.

Une deuxième série de modifications³⁰ vise à renforcer les conditions de l'agrément posées à l'article L. 532-2, notamment en précisant l'exigence relative au capital initial libéré (2°), en imposant une gestion non seulement saine et prudente mais aussi efficace et « prenant en compte de manière appropriée l'intérêt des clients de l'entreprise d'investissement ainsi que l'intégrité du marché » (4°) et en subordonnant l'agrément au respect par l'entreprise d'investissement d'un certain nombre d'exigences relatives à la gouvernance des établissements de crédit, notamment celles relatives à l'interdiction du cumul de fonctions et à la constitution, pour les établissements d'importance significative, d'un comité des risques, d'un comité des nominations et d'un comité des rémunérations (7°)³¹. Ces modifications, qui transposent la directive MIF, visent aussi, selon le Rapport au président de la République, à « conférer à l'Autorité des marchés financiers un droit d'approbation du programme d'activité des entreprises d'investissement en procédure d'agrément auprès de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution quels que soient les services d'investissement que souhaite rendre l'entreprise »³².

15. Art. L. 549-6 à L. 549-10 nouveaux C. mon. fin.

16. Respectivement art. L. 549-12, L. 549-18 et L. 549-21 nouveaux C. mon. fin. pour les APA, les CTP et les ARM.

17. Respectivement art. L. 549-13, L. 549-19 et L. 549-22 nouveaux C. mon. fin.

18. Respectivement art. L. 549-14 et L. 549-23 nouveaux C. mon. fin. pour les APA et les ARM.

19. Respectivement art. L. 549-11 et L. 549-15 nouveaux C. mon. fin.

20. Respectivement art. L. 549-11 et L. 549-16 nouveaux C. mon. fin.

21. Art. L. 549-17 nouveau C. mon. fin.

22. Art. L. 549-20 nouveau C. mon. fin.

23. Art. 9, 2° de l'ordonnance.

24. Art. L. 531-2, 2°, m) C. mon. fin.

25. Art. L. 531-2, 2°, n) C. mon. fin.

26. Art. L. 531-2, 2°, o) C. mon. fin.

27. V. égal. les cas cités par R. Vabres, préc.

28. Art. L. 531-2, 2°, i) C. mon. fin.

29. Art. L. 531-2, 2°, j) C. mon. fin.

30. Art. 10 de l'ordonnance.

31. Il s'agit des dispositions des articles L. 511-58 à L. 511-60, L. 511-67 à L. 511-69, L. 511-89 à L. 511-91, L. 511-98 à L. 511-101 et L. 533-25 à L. 533-28 C. mon. fin.

32. V. Rapport au président de la République relatif à l'ordonnance n° 2016-827 du 23 juin 2016 relative aux marchés d'instruments financiers : JO n° 0146 du 24 juin 2016, texte n° 16.

Les dispositions relatives au passeport européen des PSI sont également retouchées³³, mais la modification la plus notable concerne la fourniture de services d'investissement par des entreprises de pays tiers³⁴. Le règlement MIF facilite l'accès des entreprises de pays tiers au marché européen en leur permettant de fournir des services d'investissement ou des services connexes sans établir de succursale, en exigeant seulement un enregistrement auprès de l'AEMF, sur la base d'une décision d'équivalence du cadre juridique du pays tiers avec celui de l'Union prise par la Commission européenne³⁵. Mais ce régime concerne uniquement la fourniture de services à des clients professionnels ou à des contreparties éligibles et la directive permet quant à elle aux États membres d'imposer la création d'une succursale pour la fourniture de tels services à des clients non professionnels³⁶. Le législateur français a fait le choix d'instaurer une telle exigence afin d'assurer une meilleure protection des investisseurs. La fourniture de services d'investissement et de services connexes à des clients non professionnels ou à des clients qui ont demandé à être traités comme des clients professionnels nécessite ainsi la création d'une succursale agréée par l'ACPR (art. L. 532-47 à L. 532-53 nouveaux), cette exigence étant toutefois écartée lorsque ces services sont fournis à l'initiative exclusive du client³⁷.

2. Le renforcement de la protection des investisseurs

Le renforcement de la protection des investisseurs passe à la fois par l'extension du domaine de la protection et par la réécriture des règles applicables aux PSI dans leurs relations avec leur clientèle.

2.1. L'extension du domaine de la protection

C'est d'une part la commercialisation des dépôts structurés³⁸ qui se trouve soumise à un certain nombre de règles applicables en matière de commercialisation d'instruments financiers. Le chapitre 2, relatif aux comptes et dépôts, du Titre Ier du Livre III du Code monétaire et financier, est enrichi d'une cinquième section relative aux dépôts structurés (art. L. 312-22 nouveau), définis comme des dépôts intégralement remboursables à l'échéance et assortis d'un intérêt ou d'une prime déterminés selon une formule faisant intervenir des facteurs tels qu'un indice ou une combinaison d'indices, à l'exclusion des dépôts à taux variables dont la rentabilité est directement liée à l'évolution d'un indice de taux d'intérêt (1°), un instrument financier, un quota d'émission ou une combinaison de ces instruments ou unités (2°), une matière première ou une combinaison de matières premières ou d'autres actifs physiques ou non physiques qui ne sont pas fongibles (3°) ou un taux de change ou une combi-

naison de taux de change (4°)³⁹. Bien que n'étant pas des instruments financiers, ces produits sont soumis au champ d'application de la directive MIF II afin d'assurer la protection des consommateurs⁴⁰. Les prestataires de services bancaires (une nouvelle section 10, relative à la commercialisation de dépôts structurés, est ajoutée à la fin du chapitre 1^{er} du Titre I^{er} du Livre V du Code monétaire et financier : art. L. 511-105 nouveau) seront ainsi soumis, dans le cadre de la commercialisation de ces produits, à nombre des règles applicables en matière de commercialisation d'instruments financiers⁴¹, et notamment à une bonne partie des règles de bonne conduite, telles celles relatives à la prévention des conflits d'intérêts, à l'obligation d'agir au mieux des intérêts des clients, aux obligations d'information et d'évaluation de l'adéquation et du caractère approprié ou à l'encadrement des rémunérations, ainsi qu'aux nouvelles dispositions relatives à la conception et à la distribution d'instruments financiers⁴². Pour l'application de ces dispositions, « les dépôts structurés sont assimilés à des instruments financiers », la surveillance et le contrôle du respect par les prestataires de leurs obligations professionnelles et notamment de leurs obligations à l'égard de leur clientèle, normalement exercés par l'AMF⁴³, l'étant ici par l'ACPR⁴⁴.

D'autre part, les quotas d'émission de CO₂ sont également soumis aux dispositions relatives aux services d'investissement, aux plates-formes de négociation et aux prestataires de services d'investissement. Le législateur français emploie ici une technique différente : tandis que son homologue européen a choisi d'intégrer les quotas d'émission dans la liste des instruments financiers fournie en annexe de la directive⁴⁵, le législateur français ne fait pas entrer les quotas d'émission dans le giron des instruments financiers au sens de l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier, mais choisit la technique de l'assimilation, en posant, dans un nouvel article L. 531-0 inséré en tête du Titre consacré aux prestataires de services d'investissement⁴⁶, que « Dans le présent titre, l'expression : "instrument financier" désigne les instruments financiers au sens de l'article L. 211-1 et les unités mentionnées à l'article L. 229-7 du Code de l'environnement ». La même technique est employée⁴⁷ pour l'application des dispositions relatives aux services d'investissement⁴⁸ ainsi que de celles relatives aux plates-formes de négociation⁴⁹.

39. MIFID II, art. 4, § 1, 43°.

40. MIFID II, cons. 39.

41. MIFID II, art. 1^{er}, § 4.

42. Il s'agit des dispositions des articles L. 533-10, II, 2°, 3° et 6°, L. 533-11 à L. 533-17, L. 533-19, L. 533-20, L. 533-24 et L. 533-24-1, L. 533-29, II et III, ainsi que des dispositions du chapitre 5 du Titre IV du Livre V à l'exclusion de celles de l'article L. 545-3. Sur les innovations concernant ces dispositions, voir *infra*.

43. Art. L. 533-10, II, 6° C. mon. fin.

44. Art. L. 511-105, al. 2 nouveau C. mon. fin.

45. MIFID II, Annexe I, Section C, 11° et cons. 11.

46. Art. 9, 1° de l'ordonnance.

47. Art. 2, 3° et 4° de l'ordonnance.

48. Art. L. 321-1 C. mon. fin. : « Les services d'investissement portent sur les instruments financiers énumérés à l'article L. 211-1 et sur les unités mentionnées à l'article L. 229-7 du code de l'environnement. »

49. Art. L. 420-1, II nouveau C. mon. fin. : « Au sens du présent titre et pour l'application des dispositions relatives aux plates-formes de négociation l'expression : "instrument financier" »

33. Art. 10, 8° à 24° de l'ordonnance, modifiant les art. L. 532-16 et s. du C. mon. fin.

34. Art. 10, 26° de l'ordonnance.

35. MIFIR, art. 46 à 49.

36. MIFID II, art. 39, § 1^{er} et cons. 109.

37. Art. L. 532-51 nouveau C. mon. fin. ; MIFID II, art. 42 et cons. 111.

38. Objet des art. 1^{er} et 8 de l'ordonnance.

2.2. Le renforcement des obligations des PSI

D'importantes modifications sont apportées au chapitre relatif aux obligations des prestataires de services d'investissement (chapitre 3 du Titre III du Livre V)⁵⁰.

Les règles d'organisation (section 4), tout d'abord, sont considérablement étoffées : la section 4, précédemment composée de deux articles, est désormais ordonnée en trois sous-sections consacrées respectivement aux dispositions générales (art. L. 533-10 à L. 533-10-2 nouveaux), aux activités de négociation algorithmiques⁵¹ (art. L. 533-10-3 à L. 533-10-7 nouveaux) et à la fourniture d'un accès électronique direct à une plate-forme de négociation (art. L. 533-10-8 nouveau).

Les règles de bonne conduite (section 5) font également l'objet de modifications importantes. L'article L. 533-12, relatif à l'obligation d'information des PSI, est ainsi partiellement réécrit et complété de nouvelles dispositions relatives aux offres groupées (art. L. 533-12-1 nouveau), au conseil en investissement indépendant (art. L. 533-12-2 nouveau) et à l'encadrement des pratiques en matière de rémunération, et notamment des inducements (art. L. 533-12-3 et L. 533-12-4 nouveaux). Il est ainsi fait interdiction aux PSI de rémunérer ou d'évaluer les résultats de leurs employés d'une façon qui nuise à leur obligation d'agir au mieux des intérêts de leurs clients, et notamment de prévoir des modalités de rémunération ou des objectifs de vente qui pourraient encourager leurs employés à recommander à un client non professionnel un instrument financier plutôt qu'un autre qui correspondrait mieux à ses besoins (art. L. 533-12-5 nouveau). Les dispositions insérées par l'ordonnance du 23 juin 2016 viennent au demeurant d'être complétées par l'interdiction, d'ores et déjà en vigueur, de la publicité, à destination de la clientèle non professionnelle, de certains contrats financiers présentant un niveau de risque important (art. L. 533-12-7 nouveau), édictée par la loi dite « Sapin 2 »⁵², qui fera l'objet d'un commentaire dans un prochain numéro de cette chronique.

Parmi les principales modifications intéressant les règles de bonne conduite, signalons également la réécriture partielle de l'article L. 533-13 relatif au suitability test et à l'appropriateness test⁵³, notamment pour envisager le cas des offres groupées. L'articulation entre les obligations d'évaluation en matière de services d'investissement et l'obligation d'évaluer la solvabilité du consommateur dans le cadre d'un crédit immobilier est précisée (art. L. 533-13-1 nouveau). L'article L. 533-18, relatif à l'obligation de meilleure exécution, est retouché pour préciser comment déterminer le coût total, sur la base duquel le meilleur résultat possible est déterminé pour les clients non professionnels – cette précision, auparavant conte-

nue dans un texte de niveau 2⁵⁴, l'est désormais dans la directive MIF II⁵⁵. Outre le prix de l'instrument financier, le coût total inclut « toutes les dépenses encourues par le client directement liées à l'exécution de l'ordre, y compris les frais propres au lieu d'exécution, les frais de compensation et de règlement et tous les autres frais éventuellement payés à des tiers ayant participé à l'exécution de l'ordre ». Il est également précisé que lorsqu'un ordre pourrait être exécuté sur plusieurs lieux d'exécution concurrents, le PSI doit évaluer et comparer les résultats qui seraient obtenus pour les clients en exécutant l'ordre dans chacun des lieux d'exécution inclus dans sa politique d'exécution, en prenant en compte les commissions et les coûts pour l'exécution de l'ordre dans chacun d'entre eux⁵⁶. Obligation est faite aux PSI de surveiller l'efficacité de leurs dispositifs en matière d'exécution des ordres et de leur politique d'exécution (art. L. 533-18-1 et L. 533-18-2 nouveaux).

Outre les règles organisationnelles et les règles de bonne conduite, une autre innovation majeure tient à l'introduction de dispositions relatives à la conception et à la distribution d'instruments financiers, innovation importante de la directive MIF II⁵⁷ qui a été précisée par une directive déléguée adoptée en avril 2016, la gouvernance produit venant par ailleurs de faire l'objet d'une consultation de l'ESMA⁵⁸. Elles font l'objet de la section 7, auparavant consacrée à la publication des transactions effectuées par les PSI (art. L. 533-24 et L. 533-24-1 nouveaux). De nouvelles obligations sont ainsi édictées pour les PSI qui conçoivent des instruments financiers (mise en place d'un processus de validation, mise à la disposition des distributeurs des informations pertinentes, prise de « mesures raisonnables afin de s'assurer que les instruments financiers sont distribués auprès du marché cible défini ») ou les commercialisent (mise en place de dispositifs appropriés pour obtenir les renseignements utiles et pour comprendre les caractéristiques des instruments et identifier le marché cible défini pour chacun d'entre eux ; réexamen régulier des instruments au regard des besoins du marché cible ; agissement dans l'intérêt exclusif du client).

Enfin, une section 9 est créée pour accueillir les dispositions relatives aux internalisateurs systématiques⁵⁹, auparavant situées dans le Livre IV relatif aux marchés, ce basculement découlant de la distinction entre modes de négociation multilatéraux et bilatéraux consacrée par la directive MIF II⁶⁰. Ces dispositions sont en outre en partie réécrites, notamment pour préciser les éléments à prendre en compte pour apprécier le caractère fréquent et systématique – qui est mesuré par le nombre de transactions de gré à gré sur un instrument financier donné réalisées par le prestataire pour compte propre lorsqu'il exécute les ordres des clients – ainsi que le caractère

désigne les instruments financiers au sens de l'article L. 211-1 du présent code et les unités mentionnées à l'article L. 229-7 du code de l'environnement. »

50. Art. 11 de l'ordonnance.

51. Sur ce point, v. Th. Bonneau, « La réforme des marchés d'instruments financiers », JCP E 2016, n° 30-34, p. 41, spéc. n° 13, et les réf. citées.

52. Loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique.

53. MIFID II, art. 25.

54. Dir. 2006/73/CE de la Commission du 10 août 2006, art. 44, § 3.

55. MIFID II, art. 27, § 1, al. 2.

56. Art. L. 533-18, I, al. 2 et 3 nouveaux.

57. MIFID II, art. 16, § 3 et art. 24, § 2 et cons. 71. V. Th. Bonneau, *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, Bruylant, 3^e éd., 2016, n° 419 et s.

58. F. Mekoui, *Banque et Droit* n° 170, novembre-décembre 2016, cette chronique, pp. 39-40.

59. Art. 11, 2^e de l'ordonnance.

60. Voir supra, 1^{re} partie du commentaire, et les réf. citées.

substantiel – critère ajouté par la directive MIF II⁶¹, qui est mesuré par la taille des activités de négociation de gré à gré réalisées par le prestataire, soit par rapport à son activité totale de négociation pour un instrument financier spécifique, soit par rapport à l'activité totale de négociation réalisée dans l'Union européenne sur l'instrument concerné⁶².

61. MIFID II, art. 4, § 1, 20°, al. 2 et cons. 17.

62. Art. L. 533-32 nouveau C. mon. fin.

Pour conclure, l'ordonnance retouche également les dispositions relatives aux conseillers en investissement financier, notamment en ce qui concerne l'obligation d'adhésion à une association professionnelle (art. L. 541-4) et les règles de bonne conduite (art. L. 541-8-1)⁶³, ainsi que celles relatives aux agents liés, principalement les exigences applicables aux dirigeants (art. L. 545-4)⁶⁴.

63. Art. 12 de l'ordonnance.

64. Art. 13 de l'ordonnance; MIFID II, art. 29.

Mise à jour de la doctrine de l'AMF en matière d'information réglementée.

Instruction AMF – Modalités de notification dans le cadre d'un différé de publication d'une information privilégiée – DOC-2016-07.

Instruction AMF – Opérations des dirigeants et des personnes mentionnées à l'article 19 du règlement européen sur les abus de marché – DOC-2016-06.

Position-recommandation – Guide de l'information périodique des sociétés cotées sur un marché réglementé – DOC-2016-05.

Position-recommandation – Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée – DOC-2016-08.

Commentaire de Jérôme Chacornac

En application de l'article L. 621-6, al. 2, in fine, du Code monétaire et financier, l'AMF développe, codifie et harmonise sa doctrine avec celle de l'AEMF. Les pouvoirs d'interprétation inhérents à l'activité de régulation rejoignent ainsi la plus jeune parmi les missions du régulateur national, qui consiste à « apporter son concours à la régulation [des] marchés aux échelons européen et international », selon les termes de l'article L. 621-1, alinéa 1^{er}, in fine. Par sa doctrine, l'AMF doit se mettre au la du concert des régulateurs européens.

Dans cette optique, la moisson de l'automne révèle une suractivité interprétative.

Celle-ci s'exprime d'abord à l'occasion de l'entrée en vigueur du nouveau règlement abus de marché¹, le 3 juillet dernier.

S'agissant d'un règlement, il n'est pas tant question d'une « transposition » que d'une « adaptation » du droit interne et, en particulier, des pratiques du régulateur et des émetteurs avec le nouveau cadre normatif de source proprement internationale. S'ouvrant sur le rappel de l'importance de la notion d'information privilégiée, la position-recommandation DOC-2016-08 se concentre sur l'information permanente et la « gestion » de l'information privilégiée. L'AMF y consolide sa doctrine au regard de celle du régulateur européen en contemplation du règlement et d'un certain nombre d'actes délégués ou d'exécution – dont l'empilement suscite toujours plus la désolation² – sur différentes questions

essentielles qui structurent ce nouveau « guide » : l'obligation qui pèse sur les émetteurs de communiquer les informations privilégiées ; les obligations qui pèsent sur les dirigeants ; les modalités de communication de l'information privilégiée aux tiers. Pour plus de lisibilité, le guide comporte dans une double annexe la liste des documents de doctrine annulés et recodifiés en son sein, ainsi que la liste de l'ensemble des autres documents de doctrine de l'AMF cités.

Relatif à l'information permanente, ce guide a un champ d'application très vaste, à la mesure de celui du règlement européen et concerne tous les émetteurs dont les titres sont admis ou font l'objet d'une demande d'admission aux négociations sur un marché réglementé, sur un système multilatéral ou un système organisé de négociation.

Aux côtés de cette position-recommandation à teneur « doctrinale », deux instructions plus logistiques viennent préciser, pour l'une, l'adresse à laquelle doit être transmise l'information dont la publication aurait été différée par un émetteur pour préserver ses intérêts légitimes et la nécessité de prendre contact avec la Direction des émetteurs de l'AMF aux fins de différer la publication d'une information afin de préserver la stabilité du système financier, en application des 4 et 5 de l'article 17 du règlement (DOC-2016-07) ; pour l'autre, le serveur extranet mis en place par l'AMF sur lequel doivent être transmises les opérations réalisées par les dirigeants et les personnes en lien étroit avec eux, en application de l'article 19 (DOC-2016-06).

La même démarche interprétative a, ensuite, été suivie sur le terrain différent de l'information périodique, par imitation de l'effort de rationalisation imposé par l'entrée en vigueur du paquet « abus de marché ». La position-recommandation DOC-2016-05 ne se réfère toutefois qu'aux textes internes de transposition de la directive « transparence » n° 2004/109/CE du 15 décembre 2004, aux articles L. 451-1-1 à L. 451-1-6 du Code monétaire et financier et dans le Titre II du Livre II du RG AMF. Y sont récapitulées dans pas moins de 14 rubriques l'ensemble des obligations d'information périodique qui pèsent sur les émetteurs concernés, à savoir les seuls dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé en France ou au

1. Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014, JOUE, 12 juin 2014, L. 173/1.

2. V. le recensement impressionnant de T. Bonneau, « Règlements délégués et

règlements d'exécution », RDBF, sept. 2016, comm. 219.