

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	
QUELLE ORGANISATION DES MARCHÉS EN EUROPE ?	35
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

MICROSTRUCTURE DES MARCHÉS	87
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

LA GESTION DES DONNÉES SOUS MIF 2	99
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
2. LES DONNÉES DE RÉFÉRENCE DANS MIF 2	111
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

LA RÉGULATION DES MARCHÉS DE MATIÈRES PREMIÈRES	119
1. LA RÉGULATION DES MARCHÉS DE MATIÈRES PREMIÈRES, UNE INNOVATION MIF 2	119
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
2. LES INSTRUMENTS ET LES ENTITÉS VISÉES	122
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
3. LES LIMITES DE POSITION	127
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

LA PROTECTION DES INVESTISSEURS ET LA COMMERCIALISATION DES INSTRUMENTS FINANCIERS	165
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 EXÉCUTION193

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 RECHERCHE203

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
MIF 2 EN DEUX MOTS ? PAROLES D'EXPERTS	227

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