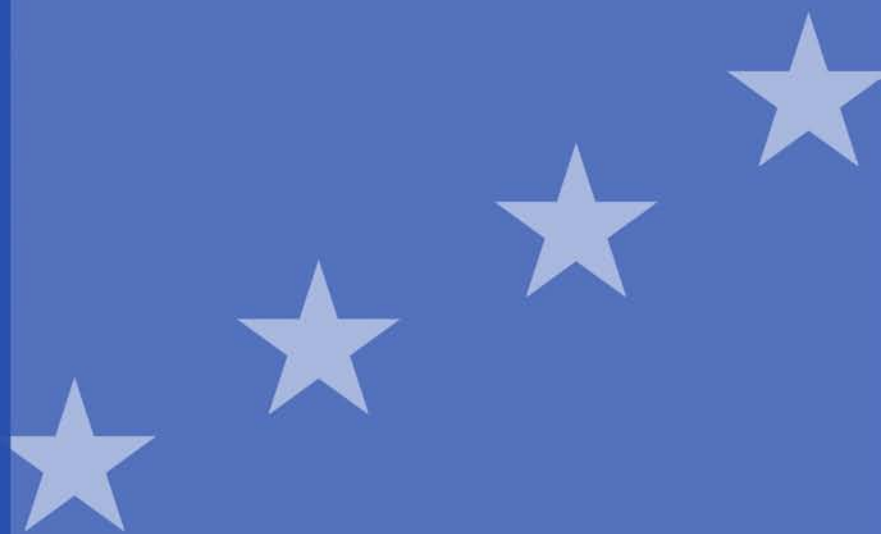


LA DIRECTIVE SUR LES MARCHÉS  
D'INSTRUMENTS FINANCIERS :  
ENJEUX ET CONSÉQUENCES POUR  
LA RÉGULATION FRANÇAISE





---

**Avertissement:** ce document est destiné à faciliter la lecture des principales dispositions de la directive européenne n°2004/39/CE concernant les marchés d'instruments financiers et de ses mesures d'application telles que proposées par la Commission européenne le 6 février 2006 et toujours en discussion. Il a été rédigé pour mettre à la disposition du public et des professionnels du marché une vue d'ensemble de la directive et des textes en discussion. Il ne se substitue pas à la lecture des textes cités. En aucun cas, il ne saurait constituer une interprétation juridique de ceux-ci, ni engager la responsabilité de l'AMF. Les calendriers de travail dans le cadre de la transposition sont donnés à titre indicatif et sont susceptibles de modifications.

La rédaction de ce document a été achevée le 27 avril 2006.

---

## INTRODUCTION

La directive sur les Marchés d'instruments financiers (MIF) est sans doute l'un des textes européens, qui, dans le domaine des services financiers, sera le plus structurant au cours des prochaines années, tant pour les intervenants que pour les régulateurs eux-mêmes.

Après cinq années d'intenses négociations européennes, la directive a mis en place un cadre juridique harmonisé qui concilie marché unique et degré élevé de transparence.

Cette directive, adoptée en avril 2004, est maintenant en cours de transposition dans le cadre juridique français.

L'enjeu principal sera désormais de mettre en place des normes propres à garantir un niveau de protection élevé des investisseurs tout en veillant à ne pas imposer de contrainte réglementaire pouvant nuire à la compétitivité de la place.

Si l'objectif de l'AMF à court terme est d'assurer une retranscription fidèle des textes européens dans le corpus réglementaire français, cette première étape juridique doit être immédiatement suivie d'un travail de concertation avec les acteurs de marché, de nature à favoriser une compréhension commune de ces textes.

Le régulateur de marché français souhaite dès à présent, au travers de cet exercice pédagogique, contribuer à informer les acteurs du marché et les investisseurs des conséquences que la transposition de cette directive entraînera, et ce avant même l'adoption par les instances européennes des mesures d'application de la directive, toujours en cours d'élaboration.

Le présent document, en conséquence, a été établi sur la base du texte de la directive MIF et des propositions de mesures d'application élaborées par la Commission européenne et rendues publiques le 6 février 2006.

L'AMF ne manquera pas de poursuivre cet effort pédagogique, en particulier dès que les textes d'application seront définitivement arrêtés, et l'intensifiera jusqu'au 1<sup>er</sup> novembre 2007, date à laquelle les intermédiaires financiers devront être en état d'appliquer le nouveau dispositif.

J'espère que cette première édition d'une série de publications consacrées à cette directive constituera un outil utile à ceux qui auront à appliquer prochainement la directive MIF ou interviennent, en tant qu'investisseurs, sur les marchés.



Hubert Reynier  
Secrétaire général adjoint  
Directeur de la régulation et des affaires internationales

---

---

## SOMMAIRE

<b>I. LA DIRECTIVE MIF EN BREF.....</b>	<b>5</b>
<b>II. LA RÉFORME DES CONDITIONS DE L'OFFRE DE SERVICES D'INVESTISSEMENT..</b>	<b>15</b>
<b>III. LA NOUVELLE ORGANISATION DES MARCHÉS.....</b>	<b>25</b>
<b>IV. LES RELATIONS DES PSI AVEC LEURS CLIENTS.....</b>	<b>37</b>
<b>V. LES TRAVAUX DU RÉGULATEUR.....</b>	<b>49</b>
<b>ANNEXES .....</b>	<b>53</b>
<b>TABLE DES MATIÈRES .....</b>	<b>58</b>

# I. LA DIRECTIVE MIF EN BREF

1. Un objectif : l'intégration du marché intérieur des services financiers.....	6
2. Un champ d'application élargi.....	8
3. Un corps de règles très complet .....	11
4. Des échéances proches .....	13

### 1. UN OBJECTIF : L'INTÉGRATION DU MARCHÉ INTÉRIEUR DES SERVICES FINANCIERS

*Les objectifs principaux de la directive MIF sont d'instaurer une concurrence entre lieux d'exécution des ordres, d'harmoniser les conditions de l'offre de services d'investissement et de faciliter l'exercice du passeport européen pour les prestataires.*

La directive 2004/39/CE concernant les marchés d'instruments financiers ("directive MIF"), publiée au Journal officiel de l'Union européenne le 30 avril 2004, est l'un des éléments clé du plan d'action lancé par la Commission européenne en mai 1999. Ce plan visait à parfaire l'intégration du marché unique des services financiers, et l'une de ses composantes en était la révision de la directive de 1993 sur les services d'investissement ("DSI"), dont les limites avaient d'ores et déjà été constatées.

La directive MIF, en complétant le dispositif mis en place par la DSI, vise donc à parachever la libéralisation des services financiers engagée en 1993, notamment :

- en établissant un cadre réglementaire concurrentiel entre les divers lieux ou modes d'exécution des ordres d'achat ou de vente d'instruments financiers ;
- et en améliorant les conditions d'exercice du passeport européen en matière de services d'investissement.

En accompagnement de l'instauration de ce cadre plus ouvert au plan pan-européen, la directive MIF pose des mécanismes visant à :

- renforcer la protection des investisseurs, en particulier au stade de la commercialisation des produits financiers ;
- garantir un fonctionnement transparent des marchés ;
- accroître les moyens de contrôle par les autorités compétentes, de l'activité des marchés réglementés, des plates-formes multilatérales de négociation et des entreprises d'investissement.

#### 1.1. LE PRINCIPE DE MISE EN CONCURRENCE DES LIEUX D'EXÉCUTION DES ORDRES

La DSI ne faisait état, s'agissant de la négociation des instruments financiers, que des modalités d'agrément et de surveillance des marchés réglementés. La directive MIF pose quant à elle un cadre réglementaire global concernant l'exécution d'ordres destiné à permettre la concurrence en Europe entre les divers lieux de négociation : marchés réglementés, systèmes multilatéraux de négociation et exécution des ordres par les prestataires de services d'investissement, notamment par voie d'internalisation systématique, c'est-à-dire par l'interposition du PSI entre ses clients acheteurs et vendeurs d'un instrument financier, gérant ainsi un marché "interne" au prestataire.

La possibilité offerte aux États membres de mettre en place une règle de concentration des ordres sur un marché réglementé est donc supprimée par la directive MIF.

L'objectif de la réforme est de parvenir à un véritable marché intégré, au bénéfice des émetteurs, des investisseurs et, au final, de l'économie européenne.

## 1.2. L'HARMONISATION DES CONDITIONS DE L'OFFRE DE SERVICES D'INVESTISSEMENT

La directive MIF étend le champ d'application de la DSI à de nouveaux services d'investissement et services auxiliaires et à des catégories plus larges d'instruments financiers :

- l'exploitation de plates-formes multilatérales de négociation (MTF, pour *Multilateral Trading Facilities*) devient une activité d'investissement, pouvant être exercée par un prestataire de services d'investissement (PSI) ou un opérateur de marché, dans des conditions d'exploitation équivalentes ;
- le conseil en investissement devient également un service d'investissement, pouvant être offert sur une base pan-européenne. Dans l'hypothèse où la France exercerait l'option que la directive MIF laisse aux États membres, ce service pourrait également être exercé par des acteurs réglementés au seul plan national mais qui ne bénéficieraient alors pas du passeport ;
- la réception/transmission d'ordres bénéficiera également du passeport, et, comme pour le conseil en investissement, pourrait être réglementée au plan national dans les États membres exerçant l'option ouverte par la directive MIF ;
- la recherche en investissements et l'analyse financière sont désormais des services auxiliaires, pouvant être offerts par les prestataires de services d'investissement dans d'autres États membres, dans le cadre de leur passeport ;
- les PSI peuvent fournir, dans des conditions strictement encadrées, un service d'exécution simple ("*execution only*") sur des produits non complexes, sans avoir à évaluer si le service et/ou le produit sont adaptés au client ;
- les dérivés sur marchandises entrent dans la liste des instruments pouvant bénéficier du passeport.

*Références : Annexe I – Section A, B et C de la directive cadre.*

## 1.3. LA SIMPLIFICATION DE L'EXERCICE DU PASSEPORT

Pour faciliter l'exercice du passeport, la directive MIF consacre le principe de la seule compétence de l'autorité de l'État d'origine du PSI pour l'offre de services par voie de libre prestation de services. Le principe de la compétence des autorités de l'État d'accueil pour certaines règles, essentiellement des règles de conduite, ne subsiste que pour l'offre de services d'investissement par l'intermédiaire d'une succursale.

### 2. UN CHAMP D'APPLICATION ÉLARGI

*Sont concernés par cette directive, à la fois, les entreprises d'investissement, y compris les sociétés de gestion de portefeuille, les établissements de crédit, les entreprises de marché, mais également d'autres acteurs qui ne lui sont pas directement assujettis.*

#### 2.1. LES ACTIVITÉS DIRECTEMENT SOUMISES À LA DIRECTIVE

##### Les PSI, incluant les sociétés de gestion de portefeuille

Toutes les entités fournissant au moins l'un des services d'investissement de la directive seront soumises au nouveau corpus réglementaire, sous réserve des exemptions prévues par la directive.

S'agissant des sociétés de gestion de portefeuille, la directive MIF ne vise que celles qui exercent une activité de gestion individualisée sous mandat. Toutefois, lorsqu'une société de gestion d'OPCVM coordonnés, c'est-à-dire commercialisables sur le territoire de l'Union européenne, fournit un tel service, ou le service de conseil en investissement, certaines dispositions de la directive MIF lui sont également applicables (articles 2(2), 12, 13 et 19).

En France, le travail de transposition de la directive MIF s'inscrira dans le cadre législatif en vigueur qui a consacré un statut unique de société de gestion de portefeuille, regroupant à la fois les entités exerçant les activités de gestion de portefeuille individualisé sous mandat et de gestion d'OPCVM coordonnés ou non coordonnés.

*Références : articles 1<sup>er</sup> et 66 de la directive cadre.*

##### Les marchés réglementés et leurs opérateurs

La directive MIF fixe, pour les marchés réglementés, les conditions de leur agrément, les règles d'organisation et les conditions qu'ils doivent satisfaire pour assurer une gestion efficace des négociations. Le régime que la directive MIF leur applique désormais, même s'il est extrêmement détaillé en comparaison de la DSI, n'est toutefois pas fondamentalement différent de celui que la France connaît actuellement.

La directive MIF comporte également des dispositions concernant l'opérateur de marché, c'est-à-dire l'entité qui est en charge de la gestion d'un ou plusieurs marchés réglementés (et MTF, le cas échéant). Ce statut d'opérateur de marché est déjà connu du droit français : il s'agit de "l'entreprise de marché", dont un exemple est Euronext Paris, qui gère le marché réglementé Eurolist.



## 2.2. L'IMPACT INDIRECT SUR LES AUTRES ACTEURS

### Les conseillers en investissements financiers (CIF)

La directive MIF permet aux États membres de réglementer au plan national les personnes qui ne fournissent que le service de conseil en investissement (et/ou le service de réception transmission d'ordres) lorsque ces activités portent uniquement sur des valeurs mobilières et que ces personnes ne détiennent ni fonds ni titres de clients. Les entités ainsi régulées ne bénéficient alors pas du passeport européen. L'exercice de cette option par la France sera nécessaire pour conserver le statut de CIF récemment créé.

La transposition de la directive MIF nécessitera d'examiner les adaptations nécessaires pour résoudre les difficultés pratiques pouvant résulter de la coexistence de deux statuts, et ce en toute neutralité pour les investisseurs.

*Référence : article 3 de la directive cadre.*

### Les investisseurs

L'éclatement possible des lieux de négociation des titres devrait amener les investisseurs institutionnels ou particuliers à adapter leur comportement au nouvel environnement que la directive MIF instaure. Ils devront également tenir compte des conséquences possibles, notamment en termes de protection, de la segmentation de la clientèle introduite par cette directive, selon les catégories suivantes :

- les "clients de détail", c'est-à-dire les investisseurs particuliers notamment ;
- les "clients professionnels" ;
- et les "contreparties éligibles", qui sont des entités incluant notamment les PSI, les OPCVM et leurs sociétés de gestion, ou encore, si les États membres retiennent l'option laissée par la directive MIF, certaines grandes entreprises dès lors qu'elles satisfont à des critères précis (en termes de taille, chiffre d'affaires, etc.).

La classification dans l'une ou l'autre de ces catégories obéit à des critères précis.

La segmentation des investisseurs conditionne la portée des obligations auxquelles les PSI sont tenus. Ainsi, s'agissant des contreparties éligibles, les PSI ne sont pas tenus de respecter les règles de protection prévues pour les clients. Toutefois, lorsque le PSI fournit un service de conseil en investissement ou de gestion sous mandat, les règles de protection continuent de s'appliquer. En raison des incidences de cette classification, la directive MIF a prévu des possibilités de passage d'une catégorie à l'autre.

Les entités que la directive MIF fait entrer dans la catégorie des contreparties éligibles devront ainsi être vigilantes à l'égard de leur classification et aux conséquences qui en résultent, afin, le cas échéant, de pouvoir demander, comme le prévoit la directive, un régime de protection plus élevé.

*Références : Annexe II et article 24 de la directive cadre.*

### Les entreprises

Les entreprises sont concernées à deux titres par les dispositions de la directive MIF :

- tout d'abord, en tant que "clientes" d'un PSI, elles devront être vigilantes quant à leur classification possible en tant que contrepartie éligible. En effet, la directive MIF permet aux États membres de reconnaître comme contreparties éligibles des grandes entreprises dès lors qu'elles remplissent certains critères et qu'elles acceptent d'être traitées comme telles ;
- plus indirectement, en tant qu'émetteurs d'instruments financiers, les sociétés cotées pourraient voir les titres qu'elles émettent être négociables sur plusieurs lieux de négociation (marchés réglementés, MTF ou systèmes internes des PSI). En outre, la directive MIF prévoit la possibilité, pour des marchés réglementés, d'admettre à la négociation des titres sans le consentement des émetteurs si ceux-ci sont déjà admis à la négociation sur un autre marché réglementé.

### Les diffuseurs d'informations financières

La directive MIF ne réglemente pas directement les acteurs intervenant dans des métiers liés à l'information financière même si elle pose des conditions particulières relatives à la publication des informations *pré* et *post*-négociation.

Ainsi la directive MIF et ses mesures d'application prévoient-elles que les données de marché peuvent être diffusées par les PSI soumis à des obligations de transparence *via* le "*recours aux services d'un tiers*", incluant les rediffuseurs d'informations financières. Le système recours aux systèmes d'un tiers est également autorisé dans le cadre de la déclaration des transactions aux régulateurs.

En conséquence, et bien que non réglementés par la directive MIF, les acteurs intervenant sur ce marché seront soumis aux exigences qu'elle pose quant aux modalités de diffusion des informations au marché.

### 2.3. LES PROFESSIONNELS HORS CHAMP

Outre les exemptions déjà prévues par la DSI, la directive MIF prévoit des exemptions d'agrément au bénéfice de certains acteurs aujourd'hui couverts par la DSI ainsi qu'en faveur d'un certain nombre d'autres entités :

- l'activité de négociation pour compte propre n'entre dans le champ de la directive MIF que si elle est exercée par une personne qui fournit ou exerce un ou plusieurs autres services ou activités d'investissement, ou si elle est exercée par un teneur de marché ou un internalisateur systématique ;
- des exemptions d'agrément sont expressément prévues pour certains négociateurs sur marchandises et sur les marchés dérivés, ou encore pour les personnes fournissant, sans rémunération spécifique, des conseils en investissement dans le cadre de l'exercice d'une autre activité professionnelle non couverte par la directive MIF.

*Référence : article 2 de la directive cadre.*

### 3. UN CORPS DE RÈGLES TRÈS COMPLET

*Déjà très détaillée au niveau 1, la directive MIF est accompagnée de mesures d'application, relativement nombreuses, mais indispensables pour établir un cadre juridique harmonisé favorisant l'offre transfrontalière de services d'investissement.*

#### 3.1. UNE DIRECTIVE "LAMFALUSSY"

La directive MIF est un texte particulièrement détaillé, qui ne compte pas moins de 73 articles. Elle est accompagnée de mesures dites d'application, destinées à préciser certains concepts et points de la directive cadre.

La directive MIF a en effet été élaborée dans le cadre d'une procédure européenne dite "*processus Lamfalussy*", une approche réglementaire qui organise un mode plus efficace d'élaboration, d'adoption et de mise en œuvre de la législation européenne, sur la base d'avis émis par le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (*Committee of European Securities Regulators*, ou CESR). Ce processus comprend quatre niveaux :

Étape de la procédure	Principe directeur	État des travaux relatifs à la directive MIF
Niveau 1	Principes-cadres, sous forme de directives ou de règlements.	DIRECTIVE 2004/39/CE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, et publiée au Journal officiel de l'Union européenne (JOUE) le 30 avril 2004.  Il s'agit de la "directive cadre" ou directive "de niveau 1".
Niveau 2	Mise en œuvre de mesures détaillées fondées sur les principes-cadres.  Il s'agit de mesures dites "d'application", "d'exécution", "de niveau 2" encore "de comitologie".	C'est à ce stade que se situent les discussions actuelles : la Commission européenne a en effet proposé des mesures d'application le 6 février 2006, qui sont en cours de discussion au sein du CEVM (Comité européen des valeurs mobilières) et du Parlement européen.
Niveau 3	Coopération entre les régulateurs européens au sein du CESR ( <i>Committee of European Securities Regulators</i> ) afin d'assurer une transposition efficace et équivalente des législations de niveau 1 et de niveau 2.	Les travaux de niveau 3 devraient débuter en mai / juin 2006.
Niveau 4	Contrôle de la mise en œuvre de la législation communautaire.	Cette étape ne pourra débuter qu'après l'entrée en vigueur de la directive MIF et de ses mesures d'application.

### 3.2. LES MESURES DE NIVEAU 2

Les mesures d'application de la directive MIF consistent en une directive et un règlement européen, dont les propositions ont été établies par la Commission européenne sur la base d'avis techniques du CESR :

- la proposition de règlement regroupe principalement les mesures d'application relatives aux déclarations des transactions ainsi que les dispositions concernant la transparence des marchés et les critères d'admission des instruments financiers à la négociation sur un marché réglementé ;
- la proposition de directive contient les dispositions d'application relatives à l'organisation des PSI et aux dispositions régissant les relations qu'elles ont avec leurs clients et clients potentiels : les dispositions relatives à la règle de "meilleure exécution" figurent par exemple dans ce texte.

La forme juridique de ces mesures d'application aura des conséquences sur les modalités d'incorporation de ce dispositif législatif européen en droit français :

- une directive, en effet, fait l'objet d'une transposition en droit national : la plupart des dispositions de la directive cadre et de la directive d'application figureront dans le règlement général de l'AMF ;
- le règlement sera, quant à lui, directement applicable dans les États membres : le règlement général, sans reprendre le règlement européen d'application de la directive MIF, comportera donc de nombreux renvois à ce texte.

## 4. DES ÉCHÉANCES PROCHES

*Le régulateur doit avoir fixé les règles applicables en France avant le 31 janvier 2007 et les intermédiaires financiers devront s'y être conformés pour le 1<sup>er</sup> novembre 2007.*

	Calendrier européen	Calendrier français	
		Adoption de la Loi portant diverses adaptations au droit communautaire (Loi n° 2005-811 du 20 juillet 2005 parue au JO n° 168 du 21 juillet 2005) dont l'article 5 habilite le gouvernement à procéder par voie d'ordonnance pour transposer la directive MIF.	Juill. 2005
6 Fév. 2006	Date à laquelle la Commission a officiellement saisi le CEVM sur les mesures d'application de la directive.		
Juill. 2006	Fin des travaux du CEVM : le processus d'élaboration des mesures de niveau 2 sera clos.	Phase de consultation de l'AMF sur une première partie son nouveau règlement général.	Juill. 2006
		2 <sup>e</sup> phase de consultation de l'AMF sur son nouveau règlement général.	Nov. 2006
		<b>Date butoir de transposition pour le législateur et les régulateurs :</b> les textes législatifs et réglementaires (CCLRF et règlement général de l'AMF) devront être publiés.	31 Janv. 2007
1 <sup>er</sup> Nov. 2007	<b>Date limite impartie à l'industrie</b> pour se conformer aux dispositions de la directive.		1 <sup>er</sup> Nov. 2007

Les échéances fixées par la directive MIF ont été modifiées par une nouvelle directive, publiée au JOUE le 27 avril 2006. En vertu de ce nouveau texte, la date de transposition de la directive MIF a été repoussée du 30 avril 2006 au 31 janvier 2007 et la date de mise en conformité, pour les intermédiaires financiers, fixée au 1<sup>er</sup> novembre 2007. C'est à cette date que le dispositif législatif et réglementaire transposant la directive MIF et sa directive d'application entrera en vigueur et que la suppression de l'obligation de concentration sera effective en France.

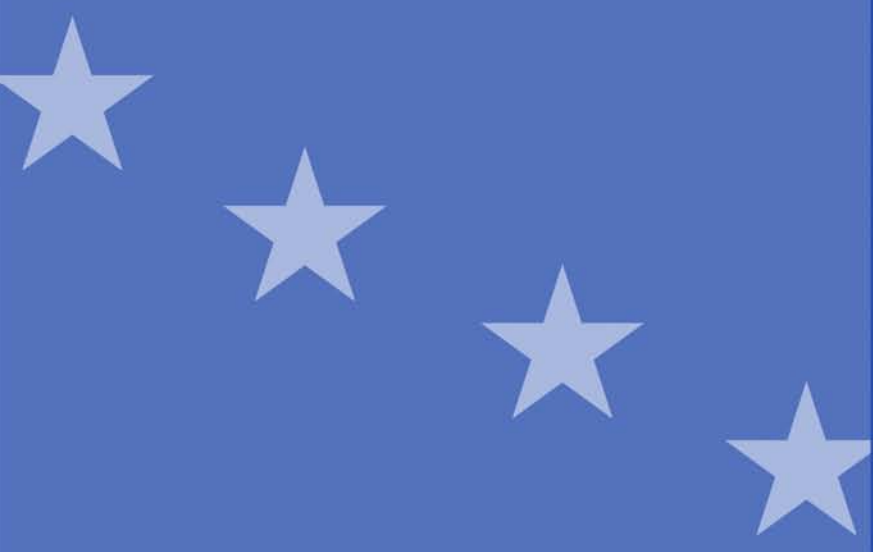
Le besoin d'un tel report s'est fait sentir dès juin 2005 en raison de la difficulté qu'auraient les États membres pour arrêter les mesures législatives et réglementaires de transposition dans les délais initialement impartis, alors que les mesures d'application de la directive cadre étaient toujours en cours d'élaboration. Il est également apparu souhaitable de laisser aux acteurs concernés une phase d'adaptation au nouvel environnement réglementaire.

Le processus d'élaboration des mesures d'application de la directive MIF se poursuit donc et les deux textes d'application devraient être soumis au vote du Comité européen des valeurs mobilières (CEVM) au mois de juin 2006 et le Parlement européen disposera alors d'un mois pour s'assurer que la Commission a respecté les termes de son mandat. L'adoption formelle des textes par la Commission européenne ne devrait donc pas intervenir avant fin juillet 2006.

La présentation des nouvelles dispositions, objet des développements suivants, est faite sur la base du texte de niveau 1, adopté, et des projets de directive et règlement en cours de discussion, dont ont été reprises les dispositions apparemment consensuelles, à ce stade, entre les États membres

---

## II. LA RÉFORME DES CONDITIONS DE L'OFFRE DE SERVICES D'INVESTISSEMENT



1. Le champ d'activité des PSI.....	16
2. Les modalités d'exercice du passeport européen.....	18
3. Les règles d'organisation applicables aux PSI ..	19

### 1. LE CHAMP D'ACTIVITÉ DES PSI

*La directive MIF étend le champ d'application de la DSI à de nouveaux services d'investissement et services auxiliaires et à des catégories plus larges d'instruments financiers.*

La directive MIF étend le champ des services et instruments financiers couverts par l'agrément et le passeport :

- l'exploitation de plates-formes multilatérales de négociation (MTF, pour *Multilateral Trading Facilities*) et le conseil en investissement deviennent des services et activités d'investissement ;
- la recherche en investissements et l'analyse financière sont désormais des services auxiliaires, qui peuvent être offerts par les prestataires de services d'investissement dans d'autres États membres, dans le cadre de leur passeport ;
- de nouveaux instruments dérivés, dont les dérivés sur marchandises, entrent dans la liste des instruments pouvant bénéficier du passeport. En effet, font désormais partie des instruments financiers :
  - les contrats dérivés relatifs à des matières premières qui donnent lieu à un règlement en espèces, que ce règlement résulte d'une obligation posée par le contrat lui-même ou du choix opéré par l'une des parties, et à l'exception toutefois des cas où ce règlement espèces est la conséquence d'un cas de défaillance ou d'un incident provoquant la résiliation,

*Référence : annexe I, section C, 5 de la directive cadre.*


- les contrats qui peuvent donner lieu à livraison physique dès lors, soit qu'ils sont négociés sur un marché réglementé ou un MTF, soit que, non destinés à des fins commerciales, ils présentent les caractéristiques d'autres instruments financiers dérivés en tenant compte de ce que, notamment, ils sont compensés et réglés par l'intermédiaire d'organismes de compensation reconnus ou font l'objet d'appels de marge réguliers,

*Références : annexe I, section C, 6 et 7 de la directive cadre et articles 38 et 39 du règlement d'application.*

- les instruments dérivés relatifs à des variables climatiques, à des tarifs de fret, à des autorisations d'émissions ou à des taux d'inflation ou autres statistiques économiques officielles, qui donnent lieu à un règlement en espèces, que ce règlement résulte d'une obligation posée par le contrat lui-même ou du choix opéré par l'une des parties, et à l'exception toutefois des cas où ce règlement espèces est la conséquence d'un cas de défaillance ou d'un incident provoquant la résiliation ; sont également visés tout autre contrat dérivé non mentionnés dans l'annexe de la directive, présentant les caractéristiques d'autres instruments dérivés, en tenant compte de ce que, notamment, ils sont négociés sur un marché réglementé ou un MTF, sont compensés et réglés par l'intermédiaire d'organismes de compensation reconnus ou font l'objet d'appels de marge réguliers.

*Références : annexe I, section C, 10 de la directive cadre et articles 38 et 39 du règlement d'application.*





---

En outre, la directive prévoit un certain nombre de cas d'exemptions d'agrément, assez proches de ceux prévus par la DSI, mais avec les différences suivantes :

- la négociation pour compte propre n'est plus soumise à agrément dans tous les cas. En effet, sont exonérées du champ de la directive les personnes qui n'ont pas d'autre activité d'investissement que la négociation pour compte propre, à moins qu'elles ne soient teneurs de marché ou internalisateurs systématiques ;

*Référence : article 2(1)(d) de la directive cadre.*

- du fait de l'élargissement de la directive aux dérivés sur marchandises, des exemptions sont prévues au bénéfice d'entités telles que :

- les personnes négociant pour compte propre ou fournissant des services d'investissement à des clients sur des instruments dérivés sur matières premières ou certains contrats dérivés, à condition que ces prestations soient accessoires par rapport à leur activité considérée au niveau du groupe, et que celle-ci ne consiste pas en la fourniture de services d'investissement ou de services bancaires,

*Référence : article 2(1)(i) de la directive cadre.*

- les personnes dont l'activité principale consiste à négocier pour compte propre des matières premières et/ou des instruments dérivés sur ces matières, sauf si ces personnes font partie d'un groupe dont l'activité principale est la fourniture de services d'investissement ou de services bancaires.

*Référence : article 2(1)(k) de la directive cadre.*

- du fait de l'inclusion du conseil en investissement parmi les services d'investissement, sont exemptées d'agrément les personnes fournissant des conseils en investissement de façon non spécifiquement rémunérée, dans le cadre de l'exercice d'une autre activité professionnelle non couverte par la directive. Une exemption est prévue, à la main des États membres, permettant de réglementer au plan national les personnes fournissant des services de conseil en investissement et/ou de réception et transmission d'ordres sur valeurs mobilières, sans détenir de fonds ou titres de clients.

### 2. LES MODALITÉS D'EXERCICE DU PASSEPORT EUROPÉEN

*Le fonctionnement du passeport européen pour les PSI doit être facilité par une application plus large du principe de compétence de l'autorité du pays d'origine du PSI.*

#### 2.1. LE PRINCIPE DE COMPÉTENCE DE L'ÉTAT MEMBRE D'ORIGINE

Si le principe du passeport européen a été institué par la DSI, les modalités de son fonctionnement sont rendues plus efficaces par la directive MIF. Le passeport permet aux prestataires de services d'investissement de fournir leurs services, sous le bénéfice du seul agrément reçu dans leur État d'origine et moyennant le respect des règles d'organisation de cet État d'origine, dans d'autres États membres :

- soit par voie de libre établissement, c'est-à-dire en implantant une succursale,
- soit par voie de libre prestation de services.

La directive MIF facilite l'exercice du passeport en renforçant le principe de la compétence de l'autorité de l'État d'origine du PSI pour l'offre de services en libre prestation de services. En effet, les autorités des États dans lesquels ces services sont fournis ne pourront plus imposer, comme cela était autorisé par la DSI, d'obligation supplémentaire aux PSI pour des raisons d'intérêt général. Les PSI seront ainsi soumis aux mêmes conditions d'activité quel que soit le pays dans lequel ils souhaitent "passeporter" leurs services.

*Références : articles 6, 7 et 31 de la directive cadre.*

#### 2.2. LE CAS DES SUCCURSALES : COMPÉTENCE DE L'ÉTAT MEMBRE D'ACCUEIL

Le principe de la compétence des autorités de l'État d'accueil ne subsiste que pour l'offre de services d'investissement transfrontalière *via* la création d'une succursale, compte tenu de la proximité des autorités locales et de leur capacité d'intervention plus grande vis-à-vis de la succursale considérée.

Dans cette situation, la succursale devra respecter les dispositions locales en matière de :

- règles de conduite (article 19) et de meilleure exécution (article 21) ;
- règles de traitement des ordres de clients (article 22) ;
- respect de l'intégrité du marché, déclaration des transactions et conservation des enregistrements (article 25) ;
- affichage de prix par les internalisateurs systématiques (article 27) ;
- transparence post-négociation (article 28).

*Références : considérant 32 et article 32(7) de la directive cadre.*

### 2.3. LE RECOURS AUX AGENTS LIÉS

La possibilité, pour un PSI, de recourir aux services d'un agent lié, c'est-à-dire une personne agissant pour son compte exclusif, n'est pas une nouveauté par rapport à la DSI.

Toutefois, le régime auquel ils seront soumis dans le cadre de la directive MIF, a été adapté afin de faciliter et mieux prendre en considération le développement de l'offre de services transfrontière. Ainsi, les agents liés doivent désormais être inscrits sur un registre public établi au niveau de chaque État membre.

Les États membres sont donc tenus d'établir un registre public s'ils autorisent les PSI à recourir aux agents liés. Dans le cas où un État déciderait de ne pas autoriser les PSI à faire appel à des agents liés, les agents liés de cet État membre sont inscrits sur le registre public de l'État membre d'origine des PSI pour le compte duquel ils interviennent.

En outre, si un PSI recourt à un agent lié établi dans un État membre autre que son État d'origine, cet agent lié est assimilé à une succursale et soumis aux dispositions correspondantes.

Le règlement général de l'AMF connaît d'ores et déjà ce type de statut pour l'activité de réception transmission d'ordres, au travers de la notion de mandataire exclusif, même s'il n'existe pas de registre public. Les agents liés pourront assurer la promotion des services du PSI, notamment l'activité de réception transmission d'ordres, de placement et de conseil.

*Référence : article 23 de la directive cadre.*

## 3. LES RÈGLES D'ORGANISATION APPLICABLES AUX PSI

*Les règles d'organisation ont été revues dans le sens d'un renforcement des fonctions de contrôle interne et de conformité, ainsi que d'un encadrement des conflits d'intérêts et des conditions d'externalisation de certaines fonctions importantes.*

Conséquence de l'effort d'harmonisation nécessaire à une offre de services pan-européenne, sur le fondement du seul agrément octroyé par les autorités de l'État d'origine des PSI, les règles d'organisation, nécessaires à l'octroi et au maintien de l'agrément, sont plus détaillées que celles figurant dans la DSI. Elles appelleront, en conséquence, des adaptations de la réglementation française et se traduiront par la nécessité, pour les PSI, de se doter de procédures plus nombreuses et détaillées.

Ces obligations sont la contrepartie des opportunités résultant de la nouvelle organisation des marchés et de la possibilité de conduire au sein d'une même structure davantage d'activités potentiellement génératrices de conflits d'intérêts.

Au-delà des domaines pour lesquels la DSI avait déjà posé des principes généraux (systèmes et contrôles, conflits d'intérêts, transactions personnelles des collaborateurs, conservations des données, protection des avoirs des clients), la directive MIF introduit ainsi de nouveaux principes relatifs à la fonction de conformité (article 13(2)), à la continuité des services (article 13(4)) et à la sous-traitance de fonctions opérationnelles essentielles et de services d'investissement (article 13(5)). En outre, les mesures d'application précisent la quasi-totalité des dispositifs que doivent mettre en œuvre les PSI au titre des exigences organisationnelles prévues par l'article 13.

### 3.1. LES EXIGENCES GÉNÉRALES D'ORGANISATION

La proposition de directive d'application impose aux PSI de mettre en œuvre, dans les domaines ci-après, des procédures adaptées à la nature, l'étendue et la complexité de leur activité :

- procédures de prise de décision ;
- structure organisationnelle ;
- mécanismes de contrôle interne ;
- qualification du personnel ;
- systèmes de "reporting" interne ;
- indépendance des personnes exerçant plusieurs fonctions.

Des procédures doivent également être mises en place en matière de :

- protection des données ;
- procédures de continuité de l'activité ;
- procédures comptables.

*Références : article 13 de la directive cadre et article 5 de la directive d'application.*

### 3.2. LA FONCTION DE CONTRÔLE DE LA CONFORMITÉ

Les PSI devront mettre en place, en tenant compte de la nature, l'étendue et la complexité de leur activité, des procédures destinées à détecter et réduire tout risque de non respect des dispositions transposant la directive MIF.

Il est exigé des PSI qu'ils mettent en place une fonction de contrôle de la conformité qui agisse de manière indépendante et dont les missions sont :

- de contrôler et d'évaluer l'adéquation et l'efficacité des mesures et procédures de conformité, et des actions conduites pour remédier à tout manquement du PSI à ses obligations ;
- de conseiller et d'assister les dirigeants et collaborateurs en charge de services d'investissement afin d'assurer le respect des obligations pesant sur le PSI au titre de la directive MIF.

La proposition de directive d'application fixe les conditions nécessaires pour que la fonction de contrôle de conformité assure sa mission convenablement et de manière indépendante :

- autorité, ressources et expertise, accès à l'information ;
- désignation d'un responsable du contrôle de conformité ;
- interdiction pour les personnes en charge de missions de contrôle de conformité de contrôler les activités qu'elles exercent ;
- neutralité des modalités de rémunération de ces personnes.

Ces deux dernières conditions peuvent toutefois ne pas être respectées par les entités pour lesquelles elles ne seraient pas proportionnées, compte tenu de la taille ou la nature des services offerts, à condition qu'elles puissent démontrer l'efficacité de leur fonction de contrôle de conformité.

*Références : article 13(2) de la directive cadre et article 6 de la directive d'application.*

### 3.3. LA GESTION DES RISQUES

Les PSI sont également tenus, au titre des exigences organisationnelles, de mettre en place des procédures d'identification des risques liés aux activités et systèmes de l'entité, de veiller à la gestion de ces risques et au contrôle de ces procédures.

Ils doivent ainsi contrôler :

- l'adéquation et l'efficacité des procédures de gestion des risques ;
- leur respect par le PSI, les dirigeants et collaborateurs ;
- et l'adéquation et l'efficacité des mesures prises pour remédier à toute déficience.

Une fonction de gestion des risques agissant de manière indépendante est requise lorsque cela est approprié et proportionné eu égard à la nature, à l'échelle et à la complexité de l'activité du PSI, ainsi qu'à la nature et à l'éventail des services d'investissement composant son activité. En d'autres termes, cette exigence vise les entités d'une certaine taille et dont le profil de risque le justifie. Les autres entités devront néanmoins être à même de démontrer l'efficacité de leur politique et procédures en la matière.

*Références : article 13(5)§2 de la directive cadre et article 7 de la directive d'application.*

### 3.4. L'AUDIT INTERNE

Une fonction d'audit interne, distincte et indépendante des autres fonctions et activités du PSI, et dont les missions sont précisées par la proposition de directive d'application, doit être mise en place par les prestataires pour lesquels cette obligation est appropriée et proportionnée eu égard à la nature, à l'échelle et à la complexité de leur activité, ainsi qu'à la nature et à l'éventail des services d'investissement composant leur activité. Comme pour la fonction de gestion des risques, l'exigence d'une fonction indépendante d'audit interne ne vise que les entités dont la taille et le profil de risque le justifient.

*Références : article 13(5)§2 et article 8 de la directive d'application.*

### 3.5. LES RESPONSABILITÉS DES INSTANCES DIRIGEANTES

Les mesures d'application de la directive cadre précisent les rôles et responsabilités des dirigeants et, le cas échéant, de la fonction de surveillance. Il appartient à ces instances :

- de veiller au respect par le PSI de ses obligations au titre de la directive MIF ;
- d'évaluer et de contrôler périodiquement l'efficacité des politiques, dispositifs et procédures mis en place pour se conformer aux obligations résultant de la directive cadre ;
- et de prendre les mesures appropriées pour remédier aux éventuelles défaillances.

La proposition de directive d'application détermine les conditions dans lesquelles les instances dirigeantes sont informées en matière de conformité, de contrôle des risques et d'audit interne, en particulier sur les mesures prises en cas de défaillance.

*Références : article 13(2) et article 9 de la directive d'application.*

### 3.6. L'EXTERNALISATION DE CERTAINES FONCTIONS

La directive cadre pose certaines exigences lorsqu'un PSI externalise des fonctions considérées comme "essentielles". Le principe général, posé par la directive cadre et détaillé dans la proposition de directive d'application, est que le PSI doit prendre des mesures appropriées pour éviter que l'externalisation de certaines fonctions ne se traduise par une aggravation induite du risque opérationnel.

La proposition de directive d'application définit précisément les conditions dans lesquelles les PSI peuvent procéder à une sous-traitance de tâches opérationnelles essentielles et importantes, ou de services d'investissement, et pose les principes essentiels visant à encadrer les conditions de l'externalisation :

- la responsabilité pleine et entière des PSI est maintenue au regard des obligations qui leur incombent en vertu de la directive MIF ;
- aucune délégation de la responsabilité des instances dirigeantes n'est possible ;
- l'externalisation ne doit modifier ni la relation ni les obligations du PSI vis à vis de ses clients ;
- elle ne doit pas altérer les conditions d'agrément du PSI.

En outre, la sous-traitance est encadrée par des conditions relatives aux processus de sélection et de contrôle des sous-traitants, incluant des conditions relatives à la coopération avec les autorités compétentes.

*Références : article 13(5) de la directive cadre et articles 13 à 15 de la directive d'application.*

### 3.7. LA PROTECTION DES AVOIRS DES CLIENTS

Le principe général posé par la directive cadre prévoit que les PSI sont tenus de prendre des dispositions appropriées garantissant la sauvegarde des droits de leurs clients, notamment en cas d'insolvabilité du PSI, ou encore pour interdire, sauf accord exprès du client, l'utilisation par le PSI des avoirs de ses clients.

La proposition de directive d'application définit les principes essentiels en la matière, qui portent sur :

- les procédures de tenue de registres et comptabilités, destinées à assurer la protection des avoirs en titres et en espèces de leurs clients ;
- les conditions dans lesquelles les PSI peuvent recourir à un sous-dépositaire pour les instruments financiers de leurs clients, et les conditions dans lesquelles ils doivent assurer la ségrégation des avoirs en espèces de leurs clients ;
- les conditions dans lesquelles les PSI peuvent utiliser les instruments financiers de leurs clients pour leur propre compte, notamment moyennant le consentement exprès préalable du client.

Il est prévu un rapport des commissaires aux comptes à l'autorité d'origine du PSI, sur une base au moins annuelle, concernant l'adéquation des dispositions prises par le prestataire au titre de ces obligations. En outre, des obligations d'information des clients sur les mesures prises pour protéger leurs fonds et titres, sont prévues.

*Références : article 13(7) et 13(8) de la directive cadre et articles 16 à 19 de la directive d'application.*

### 3.8. LA GESTION DES CONFLITS D'INTÉRÊTS

La directive MIF impose aux PSI de détecter les conflits d'intérêts pouvant résulter de leurs multiples activités et il leur est fait obligation de prendre les dispositions organisationnelles et administratives destinées à éviter que ces conflits puissent porter atteinte aux intérêts de leurs clients.

Si, en dépit des mesures qu'ils ont prises, des conflits persistent qui sont susceptibles de porter atteinte aux intérêts des clients, une obligation d'information pèse sur le PSI vis à vis des clients concernés, avant de pouvoir agir en leur nom.

La proposition de directive d'application complète ces dispositions de la manière suivante :

- elle définit les critères minimums que le PSI doit prendre en compte pour la détection des conflits susceptibles de porter atteinte aux intérêts d'un client ;
- elle impose aux PSI la mise en place d'une politique de gestion des conflits d'intérêts, qui soit appropriée au regard de la taille et de l'organisation de l'entité et de la nature, de l'échelle et de la complexité de son activité, et prenant en considération l'appartenance éventuelle du PSI à un groupe ;
- elle impose la tenue d'un registre relatif aux services d'investissement ou services auxiliaires pour lesquels un conflit comportant un risque sensible d'atteinte aux intérêts d'un ou de plusieurs clients, s'est produit ou est susceptible de se produire.

*Références : article 13 et 18 de la directive cadre et articles 21 à 25 de la directive d'application.*

### 3.9. LES EXIGENCES SPÉCIFIQUES À LA RECHERCHE

Alors que la directive cadre pose que toutes les informations, y compris publicitaires, qu'un PSI adresse à ses clients ou clients potentiels doivent être correctes, claires et non trompeuses, et que les informations publicitaires doivent être clairement identifiées comme telles, la proposition de directive d'application précise les moyens d'identifier la "recherche en investissements".

*Références : article 19(2) de la directive cadre et article 24 de la directive d'application.*

La proposition de directive d'application définit les exigences organisationnelles additionnelles qui s'appliquent à un PSI produisant et diffusant des travaux de recherche en investissements. Ces principes, proches de ceux établis par l'OICV en septembre 2002, visent à garantir l'indépendance et l'objectivité de l'analyse produite et diffusée par un PSI. La proposition de directive d'application recommande également que les producteurs de recherche en investissements n'ayant pas le statut de PSI adoptent eux aussi des procédures leur permettant de se conformer à ces principes.

*Références : articles 19(2) et 13(3) de la directive cadre et article 25 de la directive d'application.*

### 3.10. LES AUTRES PROCÉDURES INTERNES

La conservation des données est également un domaine notablement enrichi par la directive MIF et ses textes d'application. L'archivage et la conservation des données doivent permettre de retracer chaque étape importante des services offerts et des transactions conclues, pour le compte de clients ou pour compte propre, par les PSI. Les données doivent être conservées au minimum 5 ans.

La liste indicative des documents à conserver doit être publiée par chaque régulateur.

Les données doivent être conservées sur un support "durable", présentant certains critères de sécurité, et devant en conséquence satisfaire les exigences suivantes :

- permettre au régulateur de reconstituer chaque étape clé du traitement des transactions ;
- permettre une vérification aisée du contenu de toute correction ou modification, ou l'état des enregistrements antérieurs à ces corrections ou modifications ;
- prévenir tout risque de manipulation ou altération des enregistrements.

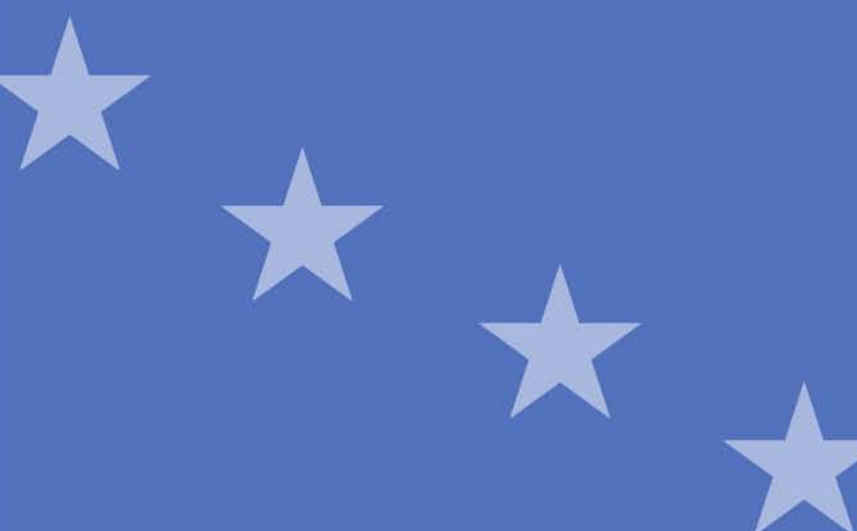
*Références : article 13(6) de la directive cadre, articles 6 et 7 du règlement d'application, et article 51 de la directive d'application.*

La proposition de directive d'application pose également l'obligation pour les PSI de mettre en place des procédures relatives au traitement des plaintes des clients de détail et aux transactions personnelles des dirigeants et collaborateurs des PSI.

*Références : article 10 à 12 de la directive d'application.*



# III. LA NOUVELLE ORGANISATION DES MARCHÉS



1. La suppression de la règle de concentration des ordres.....	26
2. La reconnaissance de trois lieux d'exécution des ordres .....	26
3. Des obligations de transparence <i>pré</i> -négociation.....	30
4. Les obligations de transparence <i>post</i> -négociation .....	34
5. La déclaration des transactions au régulateur .....	34

### III. LA NOUVELLE ORGANISATION DES MARCHÉS

#### 1. LA SUPPRESSION DE LA RÈGLE DE CONCENTRATION DES ORDRES

*La suppression du principe de concentration des ordres sur un marché réglementé est une évolution juridique majeure dont les conséquences économiques devront être appréciées à l'aune de l'évolution de la liquidité relative des marchés et des gains pratiques que les investisseurs en tireront.*

La mise en concurrence des lieux de négociation des titres passe par la suppression de l'option laissée par la DSI aux États membres – option que la France avait exercée – d'imposer une règle de concentration des ordres au profit des marchés réglementés.

Comme précisé dans la loi n° 2005-811 du 20 Juillet 2005, cette règle restera applicable jusqu'à l'entrée en vigueur des dispositions de transposition de la directive MIF (soit le 1<sup>er</sup> novembre 2007).

La règle de concentration des ordres oblige les PSI agréés en France ou y exerçant une activité en libre prestation de services ou *via* une succursale, agissant pour le compte de clients français, à réaliser les transactions sur un marché réglementé. Le fondement en était que la concentration des ordres, en un même lieu de négociation, favorise l'efficacité du processus de formation des prix.

La mise en concurrence des lieux de négociation voulue par la directive MIF n'est toutefois pas une fin en soi : si le législateur européen a souhaité la promouvoir, c'est précisément dans l'objectif d'offrir aux investisseurs une plus grande qualité de l'exécution des ordres, notamment par l'abaissement des coûts de transaction, tout en assurant une qualité des mécanismes de formation des prix qui passerait non plus par la concentration des ordres mais par un régime de transparence renforcé et une concurrence entre les acteurs participant au processus de formation des prix. Cette concurrence, également, s'accompagne de règles de protection des investisseurs renforcées.

#### 2. LA RECONNAISSANCE DE TROIS LIEUX D'EXÉCUTION DES ORDRES

*Marchés réglementés, MTF et internalisateurs systématiques constituent trois lieux ou infrastructures d'exécution des ordres réglementés par la directive MIF. Les opérations de gré à gré, auxquelles s'appliqueront de nouvelles règles de transparence post-négociation, ne sont pas soumises aux mêmes obligations.*

La directive MIF reconnaît, en parallèle aux marchés réglementés, deux modes alternatifs de négociation des titres : les systèmes multilatéraux de négociation (*Multilateral Trading Facilities* ou MTF) et les internalisateurs systématiques. Elle vise à instaurer une concurrence entre ces lieux d'exécution des ordres, désormais tous les trois réglementés.

Comme dans le régime précédemment issu de la DSI, les opérations réalisées de gré à gré constituent toujours une modalité supplémentaire d'exécution des ordres qu'il convient de distinguer dans la mesure où la directive n'a pas pour objet de la réglementer. Les opérations conclues de gré à gré sont toutefois soumises à des règles de transparence *post-négociation* qui n'existaient pas dans la DSI.

## 2.1. LES MARCHÉS RÉGLEMENTÉS

### Organiser la fonction de négociation

La directive MIF diffère profondément de la DSI quant à la manière de qualifier les marchés réglementés. En effet, la DSI ne comportait que peu de dispositions relatives à l'organisation des marchés réglementés et aux entités qui les gèrent. Ainsi, un marché réglementé, au titre de la DSI, était un marché qui avait été reconnu comme tel par une autorité compétente dans son État membre d'origine, sans que soient précisément indiquées ses fonctions. Son seul statut juridique suffisait à le qualifier.

La directive MIF définit désormais les différents lieux d'exécution des ordres et en particulier les marchés réglementés : il s'agit d'un système multilatéral de négociation, exploité et/ou géré par un "opérateur" de marché (l'entreprise de marché, en droit français), qui assure ou facilite la rencontre en son sein même et selon des règles non discrétionnaires, de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers sur des instruments financiers.

*Référence : article 4(1)(14) de la directive cadre.*

### Un rôle spécifique : l'admission des instruments financiers à la négociation

Outre cette définition, qui a trait à la fonction de négociation des instruments financiers, la directive MIF reconnaît aux marchés réglementés un rôle spécifique, l'admission des instruments financiers aux négociations :

- si les marchés réglementés sont en effet en concurrence avec les autres lieux d'exécution des ordres, ils occupent une place particulière dans le fonctionnement de l'économie, en tant que mode de financement des entreprises ;
- l'admission d'un instrument financier à la négociation est également un élément déclencheur des obligations issues des directives Prospectus, Transparence et Abus de marché.

La reconnaissance de cette fonction spécifique passe par la définition de critères d'admission des instruments financiers à la négociation. Ainsi, la directive cadre dispose que les marchés réglementés doivent prévoir que tout instrument financier qu'ils admettent à la négociation est susceptible de faire l'objet d'une négociation équitable, ordonnée et efficace.

La directive cadre renvoie aux mesures de niveau 2 le soin de déterminer les caractéristiques qui doivent être prises en considération par un marché réglementé pour déterminer si un instrument a été admis conformément au principe ci-dessus. Ces caractéristiques sont détaillées par type d'instruments financiers.

*Références : articles 40(1) de la directive cadre et articles 35 à 37 du règlement d'application.*

### Des règles d'organisation renforcées

La directive MIF, dans un souci d'alignement des conditions de fonctionnement des marchés réglementés et des autres lieux d'exécution des ordres, tout en reconnaissant la spécificité de chacun, introduit des exigences renforcées en matière de règles d'organisation. Un marché réglementé est ainsi soumis à des dispositions relatives à la gestion des conflits d'intérêts, qui n'existaient pas dans la DSI. Il a également l'obligation de se doter de dispositifs internes garantissant le bon déroulement technique des opérations.

*Référence : article 39 de la directive cadre.*

La directive MIF introduit des dispositions concernant "l'opérateur" de marché, c'est-à-dire l'entreprise de marché qui gère un ou plusieurs marchés réglementés (et MTF, le cas échéant). Ces dispositions visent à assurer que les personnes assumant la gestion d'un marché réglementé, ainsi que celles ayant une influence significative sur le marché réglementé, c'est-à-dire leurs actionnaires, présentent les qualités d'honorabilité et de compétence nécessaires à la gestion d'un marché réglementé.

*Référence : articles 37 et 38 de la directive cadre.*

#### **Un accès élargi à la qualité de membre d'un marché réglementé**

La directive MIF introduit également des nouveautés quant à la qualité des membres d'un marché réglementé. Alors que seuls les PSI ou entités habilitées par l'AMF peuvent devenir membre d'un marché réglementé, la directive MIF instaure une plus grande liberté en la matière.

Les membres d'un marché réglementé pourront en effet désormais être "toute personne" pour autant qu'elle satisfasse à certains critères définis par la directive cadre et dont l'appréciation incombera au marché réglementé : honorabilité et compétence, niveau suffisant d'aptitude et de compétence pour la négociation, organisation appropriée, ressources suffisantes compte tenu des différents mécanismes financiers que le marché réglementé pourrait avoir mis en place en vue de garantir le règlement approprié des transactions.

*Références : articles 42(3), 42(5) et 33 de la directive cadre.*

#### **2.2. LES PLATE-FORMES MULTILATÉRALES DE NÉGOCIATION**

Les plate-formes multilatérales de négociation ou "multilateral trading facilities" (MTF) sont des systèmes qui, à l'instar des marchés réglementés, organisent la confrontation multilatérale d'intérêts acheteurs et vendeurs. Ils peuvent être gérés par des PSI ou par des entreprises de marché.


La gestion de MTF figure désormais dans la liste des services et activités d'investissement. Elle est donc une activité "passeportable", que les PSI et entreprises de marché peuvent exercer sur une base pan-européenne.

*Références : article 4(1)(15), 14, 31(6) de la directive cadre.*

L'exercice de cette activité requiert un agrément et non plus l'agrément d'exécution d'ordres pour compte de tiers, comme c'est actuellement le cas en France. Les entreprises de marché, toutefois, sont exemptées d'un tel agrément.

Les gestionnaires de MTF sont soumis à des règles organisationnelles qui sont, lorsque le système est géré par un PSI, celles s'appliquant d'une manière générale au prestataire. Les entreprises de marché gérant un MTF sont, quant à elles, soumises à certaines obligations applicables aux PSI, notamment les exigences en matière d'organisation interne posées par l'article 13.

*Référence : article 5(2) de la directive cadre.*



---

Le règlement général de l'AMF n'est actuellement pas aussi riche que le régime instauré par la directive MIF, et devra en conséquence être complété pour ce qui a trait aux règles d'organisation des entités –PSI ou entreprise de marché– gérant un MTF.

En outre, à côté des MTF "simples", la réglementation française connaît une autre catégorie de MTF, ceux qualifiés d'organisés (MTFO). Les MTFO diffèrent du régime de base instauré par la directive MIF du fait de règles spécifiques notamment en matière de relations avec les émetteurs ou de conditions d'admission et de radiation des titres de la négociation. Ce régime, facultatif dans la mesure où c'est le MTF qui peut demander à être qualifié de MTFO, devrait perdurer en France après la transposition de la directive MIF.

### 2.3. LES INTERNALISATEURS SYSTÉMATIQUES

La reconnaissance de l'internalisation systématique constitue une innovation de la directive MIF en matière d'organisation des marchés. Si l'absence de règle de concentration des ordres avait de fait permis le développement de cette activité dans plusieurs États membres, son inscription dans le dispositif législatif européen conduit désormais la définition d'un cadre juridique précis.

Les internalisateurs systématiques sont des PSI, dont la directive cadre précise que de *"façon organisée, fréquente et systématique"*, ils négocient *"en dehors d'un marché réglementé ou d'un MTF en se portant directement contrepartie des ordres qu'ils reçoivent de leurs clients"*.

Au-delà des opérations de gré à gré entre professionnels, la directive cadre autorise donc les PSI, dans certaines conditions, à exécuter les ordres de leurs clients en répondant l'ordre directement, sans avoir à l'acheminer sur un marché réglementé ou un MTF.

La directive cadre n'identifie pas cette activité comme un service ou activité d'investissement contrairement à la gestion d'un MTF. Néanmoins, deux agréments, l'un pour le service d'exécution d'ordres au nom de clients et le second au titre de la négociation pour compte propre, seront requis.

*Référence : article 4(1)(7) de la directive cadre.*

La proposition de règlement d'application de la directive cadre détaille les critères permettant de déterminer si un PSI est un internalisateur systématique, au travers d'une définition des qualificatifs *"organisée, fréquente et systématique"*.

Trois critères seraient pris en compte pour déterminer si un intermédiaire financier est un internalisateur systématique :

- l'activité du PSI a un rôle commercial important et obéit à des règles et procédures non discrétionnaires ;
- elle est menée en recourant à du personnel ou à un système technique affectés à cette activité ;
- elle est offerte aux clients de façon régulière ou continue.

Les mesures de niveau 2 précisent également ce qu'il convient d'exclure du champ de l'internalisation systématique, en visant l'activité dite de "facilitation", qui correspond au cas où un intermédiaire rend un service, occasionnellement, à l'un de ses clients "contrepartie en gros" en négociant directement avec lui. Le caractère non systématique de ce service justifie son exclusion du champ de la définition de l'internalisation systématique.

*Références : article 27 de la directive cadre et article 20(1) et 20(3) du règlement d'application.*

### **3. DES OBLIGATIONS DE TRANSPARENCE PRÉ-NÉGOCIATION**

*Le régime de transparence a été renforcé pour les actions admises à la négociation sur un marché réglementé, qu'elles soient négociées sur un tel marché ou sur un MTF.*

Pour contrebalancer les effets d'une potentielle fragmentation des marchés et assurer la qualité du processus de formation des prix, la directive MIF comporte, pour les marchés d'actions, des règles de transparence *pré-négociation* applicables aux différents modes de négociation.

La directive cadre prévoit ainsi que les MTF et les marchés réglementés publient les mêmes informations, alors que le régime de transparence *pré-négociation* s'appliquant aux internalisateurs systématiques est adapté au caractère plus risqué de cette activité.

#### **3.1. UN RÉGIME UNIFIÉ ENTRE MARCHÉS RÉGLEMENTÉS ET MTF**

Les règles de transparence applicables aux marchés réglementés et aux MTF sont harmonisées pour les actions admises à la négociation sur un marché réglementé. Ce régime de transparence *pré-négociation*, extrêmement détaillé par la directive cadre et le règlement d'application, ne porte en effet que sur les actions admises à la négociation sur un marché réglementé et non sur l'ensemble des instruments financiers. La proposition de règlement d'application a donc été établie sur le principe d'une application du régime de transparence aux seules actions, et l'ensemble des critères quantitatifs qui y figurent (volumes, tailles des transactions) ne concerne que ce domaine.

La directive cadre laisse néanmoins la possibilité aux États membres de mettre en place un régime de transparence pour d'autres instruments financiers que les actions, qui pour être pertinent, devrait être un régime *ad hoc* différent de celui figurant dans le règlement d'application.

*Référence : considérant 46 de la directive cadre.*

### Les informations publiées par les marchés réglementés et les MTF

Les informations que doivent rendre publiques les systèmes dépendent du type de modèle de marché :

<b>Système dirigé par les ordres</b>	Les cinq meilleures limites à l'achat et à la vente, et la quantité de titres et nombre d'ordres pour chaque limite.
<b>Système dirigé par les prix</b>	Le meilleur prix à l'achat et à la vente de chaque teneur de marché.
<b>Système hybride</b>	Information au moins équivalente, compte tenu de la spécificité du modèle de marché.

*Références : article 29, 44 de la directive cadre et annexe II, tableau 1.*

### Les dérogations à l'obligation de transparence avant la négociation

Des dérogations à l'obligation de transparence avant la négociation sont autorisées, selon le modèle de marché ou le type d'ordres, ou encore s'il s'agit de transactions pré-négociées entre l'intermédiaire et son client. Les cas de dérogation possibles sont encadrés par les dispositions de la proposition de règlement d'application.

Ainsi lorsque des marchés réglementés ou MTF ne procèdent pas à une confrontation des ordres mais les exécutent sur la base d'un prix importé d'un autre marché, ils ne sont pas tenus par les obligations de transparence *pré-négociation*. La spécificité du modèle de marché justifie cette dérogation.

Également, certains types d'ordres ne sont pas soumis à ces obligations, compte tenu de leur nature, tels par exemple les ordres à quantité cachée.

*Références : article 29, 44 de la directive cadre et articles 16 à 19 du règlement d'application.*

## 3.2. UN RÉGIME PARTICULIER POUR LES INTERNALISATEURS SYSTÉMATIQUES

### Des obligations de transparence limitées aux actions liquides

Les obligations de transparence *pré-négociation* auxquelles sont soumis les internalisateurs systématiques ne portent que sur les actions admises à la négociation sur un marché réglementé et considérées comme liquides. Pour les actions non liquides, les internalisateurs systématiques ont une obligation de répondre à des demandes de prix.

L'internalisation systématique étant en effet une activité plus risquée que la confrontation multilatérale des ordres, la directive MIF impose un degré de transparence moins élevé aux internalisateurs systématiques sur les valeurs moins liquides, pour lesquelles les risques sont plus élevés notamment en raison de possibilités de débouclage moindres que sur des titres liquides.

En conséquence, la directive cadre ne les soumet à des obligations de transparence que sur les "actions considérées comme liquides".

#### La définition des actions considérées comme liquides

La définition des actions considérées comme liquides est un élément essentiel du dispositif. La proposition de règlement d'application pose des critères permettant de qualifier ainsi une valeur et qui figurent dans le tableau suivant :

<b>Deux critères obligatoires</b>	Le titre est négocié quotidiennement. Le flottant est supérieur ou égal à 500 millions d'euros.	
<b>Au choix des États membres, les deux critères suivants (ou un seul), sont (est) satisfaits</b>	Le nombre de transactions quotidiennes est supérieur ou égal à 500.	Le volume moyen des échanges quotidiens est supérieur ou égal à 2 millions d'euros.
<b>Par dérogation</b>	Les États membres peuvent choisir cinq valeurs considérées comme liquides, même si elles ne satisfont pas ces critères. Cette possibilité a été introduite pour les États membres dont les marchés ne sont pas aussi liquides que ceux des principaux pays européens.	

Sur la base de ces critères, chaque autorité compétente devra établir la liste des actions considérées comme liquides et pour lesquelles elle est l'autorité compétente. Cette liste sera ensuite publiée par le CESR.

*Références : article 21(1), 21(2) et 21(6) du règlement d'application.*

#### Une liste de titres pour chaque internalisateur systématique

Ce n'est pas parce qu'un titre est considéré comme liquide qu'un PSI est nécessairement internalisateur systématique sur ce titre. L'article 27 de la directive cadre précise en effet que les obligations des internalisateurs systématiques ne portent que sur les actions liquides "pour lesquelles ils sont des internalisateurs systématiques".

Ainsi, un internalisateur systématique choisit la liste des valeurs pour lesquelles il intervient, et devra, selon la logique du dispositif, annoncer la liste des titres sur lesquels il est internalisateur systématique.

#### L'affichage de prix fermes

La directive cadre oblige les internalisateurs systématiques à rendre publics des prix à l'achat et/ou à la vente jusqu'à la "standard market size" (SMS) sur les actions liquides pour lesquelles ils sont internalisateurs systématiques.

Au-delà de la SMS, ils ne sont pas tenus par les obligations d'affichage de prix prévues à l'article 27.

Le calcul de la SMS est précisé par la proposition de règlement d'application. Chaque titre se voit attribuer, en fonction de ses volumes de négociation, une "classe", à laquelle est associée une SMS. La SMS est donc propre à chaque classe de titres.

*Références : article 27 de la directive cadre et tableau 3, annexe 2 du règlement d'application.*



Les prix proposés par un internalisateur systématique doivent être rendus publics de façon régulière et continue pendant les heures normales de négociation et être actualisés. Les internalisateurs systématiques sont toutefois autorisés, dans des circonstances exceptionnelles, à ne pas afficher de prix. Enfin, l'accès des autres participants de marché aux prix des internalisateurs systématiques doit être aisé.

### Les conditions d'exécution des ordres et d'amélioration de prix

Les internalisateurs systématiques, qui ne sont tenus de négocier qu'avec leurs clients, sont soumis à certaines exigences quant aux modalités d'exécution des ordres. Celles-ci dépendent de la nature des clients, de détail ou professionnels, les modalités d'exécution vis à vis de ces derniers étant plus souples. Elles dépendent également de la taille des ordres.

#### Pour les clients de détail

Les internalisateurs systématiques doivent exécuter les ordres aux prix qu'ils affichent au moment de leur réception.

#### Pour les clients professionnels

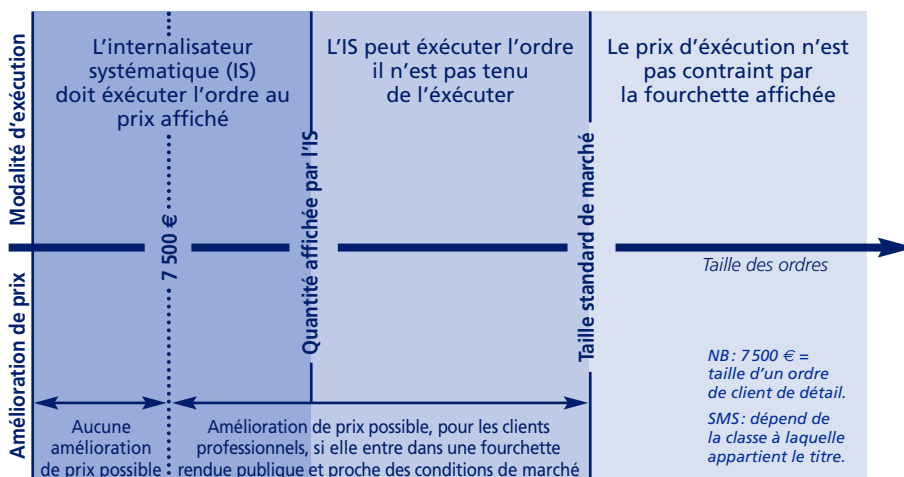
La règle générale est la même que pour les clients de détail. Toutefois, les internalisateurs systématiques sont autorisés à procéder à des "améliorations de prix", c'est-à-dire à répondre à leurs clients dans des conditions plus favorables que les prix qu'ils affichent, dans certaines conditions encadrées par la directive cadre :

- il faut tout d'abord que le prix auquel ils répondent s'inscrive dans une fourchette rendue publique et proche des conditions de marchés ;
- et que les ordres en question soient d'une taille supérieure à 7 500 euros, qui correspond à la taille d'une transaction normalement effectuée par un investisseur particulier. Ce seuil figure dans la proposition de règlement d'application.

Les internalisateurs systématiques ne sont pas tenus d'exécuter les ordres au prix affiché lorsqu'il s'agit de transactions portant sur un panier de titres, ou encore d'ordres obéissant à des conditions spécifiques, autres que le prix du marché en vigueur. Ces points sont détaillés dans la proposition de règlement d'application.

Référence : article 27(3) de la directive cadre.

#### En résumé



#### 4. LES OBLIGATIONS DE TRANSPARENCE POST-NÉGOCIATION

*Les marchés réglementés, les MTF et les PSI, incluant les internalisateurs systématiques, devront communiquer, dans des conditions identiques, les informations relatives aux transactions réalisées sur leurs systèmes ou, pour les PSI, celles qu'ils ont réalisées de gré à gré.*

Le dispositif de transparence post-négociation est renforcé par rapport au régime actuel, faisant obligation de publier les informations concernant le prix, le volume et l'heure des transactions exécutées, "à des conditions commerciales raisonnables et, dans la mesure du possible, en temps réel", alignant les obligations incombant aux marchés réglementés, aux gestionnaires de MTF, et aux PSI, qui seront désormais tenus de rendre public, en temps réel, le détail des transactions réalisées "soit pour compte propre, soit au nom de clients, en dehors d'un marché réglementé ou d'un MTF" pour les actions admises à la négociation sur un marché réglementé.

*Références : articles 28, 30, et 45 de la directive cadre.*

Pour les opérations réalisées avec des clients en compte propre par l'intermédiaire, la proposition de règlement d'application prévoit des délais de publication qui varient en fonction de la liquidité des titres concernés, et de la taille de la transaction.

*Références : article 27 et tableau 4 du règlement d'application.*

#### 5. LA DÉCLARATION DES TRANSACTIONS AU RÉGULATEUR

*Du fait de la multiplicité potentielle des lieux d'exécution des ordres et afin de ne pas alourdir les contraintes pesant sur les intermédiaires, la directive MIF pose le principe d'une déclaration unique à l'autorité compétente du PSI, charge ensuite à cette dernière d'assurer l'envoi des informations pertinentes aux autres régulateurs concernés.*

##### 5.1. LA DÉCLARATION À L'AUTORITÉ COMPÉTENTE DU PAYS D'ORIGINE DU PSI

Afin de mener à bien la tâche de surveillance de l'activité des PSI, et notamment de veiller à ce qu'ils exercent leur activité d'une manière honnête, équitable et professionnelle, les autorités compétentes s'appuient sur divers dispositifs de surveillance et de coopération. Le dispositif de déclaration des transactions, qui a été complété par rapport à celui instauré par la DSI pour tenir compte des conséquences possibles de la fragmentation des marchés, est l'un des principaux outils de contrôle dont disposent les régulateurs.

Le dispositif de déclaration des transactions a été conçu pour faciliter les modalités de déclaration des transactions des PSI au régulateur : quel que soit le lieu où est réalisée la transaction, et l'instrument financier sur lequel elle porte, un PSI fera sa déclaration à l'autorité compétente de son pays d'origine.

Les succursales, elles, déclareront leurs transactions à l'autorité compétente du pays dans lequel elles sont établies. La directive cadre prévoit que ce sont les régulateurs qui devront ensuite organiser les échanges d'information entre eux.



---

Ainsi, l'AMF recevra le détail de l'ensemble des transactions portant sur les instruments financiers admis à la négociation réalisées :

- par les PSI français ;
- par les succursales françaises de PSI étrangers.

L'AMF devra ensuite systématiquement communiquer :

- à l'autorité compétente du pays considéré le plus pertinent en termes de liquidité : le détail des opérations réalisées par les PSI français sur instruments financiers dont la France n'est pas le marché de référence ;
- à l'autorité compétente de l'État d'origine des PSI étrangers : le détail des opérations réalisées par leur succursale en France. Cette information ne sera toutefois communiquée que si l'autorité compétente du PSI souhaite la recevoir.
  - ➔ Concrètement, un PSI français intervenant sur le marché londonien depuis la France, sur un titre dont la place londonienne est considérée comme la plus liquide, devra faire le "reporting" de la transaction à l'AMF, à charge ensuite pour cette dernière d'adresser cette information à son homologue britannique.

L'AMF recevra également de la part de ses homologues le détail des transactions réalisées, y compris à l'étranger, entre des PSI étrangers, portant sur des instruments financiers pour lesquels la France est considérée comme le marché le plus pertinent en termes de liquidité. Elle recevra aussi le détail des transactions réalisées par les succursales étrangères de PSI français, sauf si elle ne le souhaite pas.

Les PSI pourront déclarer leurs transactions soit directement, soit par le marché réglementé ou le MTF dont les systèmes auront permis la réalisation de la transaction, soit encore par un tiers ou un système de déclaration agréé par les autorités compétentes.

*Références : articles 25 et 58 de la directive cadre et articles 9 à 27 du règlement d'application.*

## **5.2. LA DÉTERMINATION DU MARCHÉ LE PLUS PERTINENT EN TERMES DE LIQUIDITÉ**

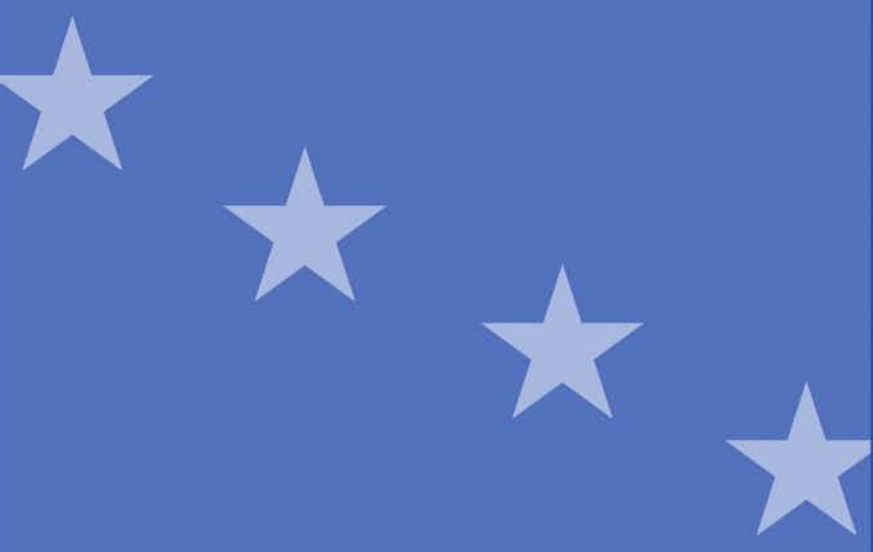
La proposition de règlement d'application détaille les modalités de détermination du marché le plus pertinent en termes de liquidité. Des critères sont prévus selon le type d'instrument financier (actions, obligations, etc.).

En règle générale, le marché considéré comme le plus pertinent en termes de liquidité sera, pour les titres tels les actions, le pays dans lequel le titre a été admis aux négociations pour la première fois. Dans certains cas, il est prévu que le marché le plus pertinent en termes de liquidité puisse être celui où les volumes négociés sont les plus élevés, même si ce marché n'a pas été le premier à admettre le titre à la négociation.

*Références : articles 8 et 9 du règlement d'application.*



## IV. LES RELATIONS DES PSI AVEC LEURS CLIENTS



1. La nouvelle segmentation de la clientèle .....	38
2. Le principe général de bonne conduite.....	42
3. L'information des clients .....	42
4. Le devoir d'évaluation des clients.....	43
5. L'obligation de meilleure exécution .....	44
6. Les autres règles relatives au traitement des ordres clients .....	47

## IV. LES RELATIONS DES PSI AVEC LEURS CLIENTS

Les règles de conduite et autres règles gouvernant les relations des PSI avec leurs clients ont été adaptées au nouveau paysage des services et activités d'investissement mis en place par la directive MIF avec, en particulier, l'introduction de l'obligation d'exécution des ordres au mieux des intérêts des clients, liée à la plus grande diversité des lieux d'exécution des ordres.

En outre, l'application différenciée des règles de conduite selon la nature du client – investisseur particulier ou investisseur professionnel – dont le principe était certes inscrit dans la DSI, trouve une portée véritable dans le cadre de la directive MIF. En effet, celle-ci procède à une description précise des différentes catégories de clientèle et prévoit, *via* ses mesures d'application, une modulation des règles de conduite applicables aux PSI selon la nature de l'entité à laquelle le service est fourni. Le dispositif conduit à des allègements substantiels pour les clients professionnels et à une exonération totale des règles de bonne conduite pour les "contreparties éligibles".

### 1. LA NOUVELLE SEGMENTATION DE LA CLIENTÈLE

*La nouvelle segmentation de la clientèle, distinguant les clients de détail, les clients professionnels et les contreparties éligibles, conditionne la portée des obligations s'appliquant aux PSI. Ceux-ci sont tenus de mettre place des politiques et des procédures internes appropriées et écrites, permettant ce classement des clients.*

La segmentation à laquelle procède la directive cadre se décline en deux grandes catégories de clients : les clients professionnels et les clients de détail, auxquels s'ajoute la catégorie des "contreparties éligibles", ces dernières n'étant pas considérées comme des clients mais des entités susceptibles de traiter d'égal à égal avec les PSI. Cette catégorie comprend d'ailleurs les PSI eux-mêmes.

L'appartenance à chacune de ces catégories comporte des possibilités de changement de régime ("*opt-in*" ou "*opt-out*") permettant aux clients ou contreparties éligibles de demander à leur prestataire, de manière générale ou au cas par cas, soit une protection renforcée, soit un allègement de protection pour pouvoir accéder à des produits ou services spécifiques.

#### 1.1. LES CLIENTS DE DÉTAIL

Les clients de détail sont ceux qui bénéficient du plus haut degré de protection offert par la directive MIF. Celle-ci ne les définit pas explicitement mais uniquement par défaut : il s'agit de clients autres que les clients professionnels.

Un client de détail peut demander à son intermédiaire d'être traité comme un client professionnel, renonçant ainsi au bénéfice d'une partie des règles de protection prévues par la directive cadre, par exemple lorsqu'il souhaitera avoir accès à des produits destinés à des investisseurs plus avertis.

Avant d'autoriser un investisseur particulier à devenir un client professionnel, l'intermédiaire devra procéder à une "évaluation adéquate" du client et suivre une procédure spécifique. Un tel changement de catégorie ne signifie pas pour autant qu'un client de détail est supposé posséder une connaissance et une expérience du marché comparables à celles des clients professionnels, mais qu'il est à même de

comprendre les risques auxquels il s'expose et de prendre en connaissance de cause les décisions d'investissement correspondantes.

*Références : article 4(1)(12) et Annexe II(II).*

### **L'évaluation d'un client souhaitant devenir un client professionnel**

Face à un client de détail souhaitant devenir un client professionnel, l'intermédiaire est tenu de suivre une procédure particulière au terme de laquelle il aura pu recueillir l'assurance de la compétence, de l'expérience et des connaissances du client.

Le PSI devra ainsi évaluer si le client (ou une entité) souhaitant être traité comme un client professionnel peut accéder à ce statut, et sera alors tenu d'examiner un certain nombre des critères suivants, dont deux au moins devraient être remplis par le client :

- au cours d'une année, le client a effectué en moyenne dix transactions par trimestre ;
- la valeur du portefeuille d'instruments financiers du client est supérieure à 500 000 euros (montant incluant également les dépôts bancaires) ;
- le client a occupé pendant une année, ou occupe, un poste dans le secteur financier.

Si deux de ces critères ne sont pas remplis, le client de détail ne pourra pas être traité comme un client professionnel.

### **La procédure de classification en tant que client professionnel**

Le PSI, une fois prises toutes les mesures raisonnables pour s'assurer que le client de détail qui souhaite opter pour la catégorie de client professionnel répond aux critères précédents, peut alors entamer la procédure de classification du client en tant que client professionnel.

Celle-ci est détaillée par la directive cadre, et prévoit que :

- le client doit tout d'abord notifier par écrit à son PSI son souhait d'être traité comme un client professionnel soit à tout moment, soit pour un service d'investissement ou une transaction déterminée, soit encore pour un type de transactions ou de produits ;
- le PSI est tenu de préciser clairement et par écrit les protections et les droits à indemnisation dont le client risque de se priver ;
- le client déclare par écrit, dans un document distinct du contrat, qu'il est conscient des conséquences de sa renonciation aux protections précitées.

## **1.2. LES CLIENTS PROFESSIONNELS**

Un client professionnel est défini comme un client qui possède l'expérience, les connaissances et la compétence nécessaires pour prendre ses propres décisions d'investissement et évaluer correctement les risques encourus.

Il convient de souligner que la plupart des clients professionnels sont, de droit, des contreparties éligibles et doivent, pour être traités comme des clients professionnels et bénéficier des règles de conduite attachées à ce statut, en faire la demande au PSI avec lequel ils sont en relation. Le PSI, toutefois, n'est pas tenu de leur accorder le statut de client professionnel.

*Références : articles 4(1)(11) et 24(3), Annexe II de la directive cadre.*

### Les clients professionnels par nature et sur option

La directive MIF distingue ensuite la catégorie des clients professionnels par nature et ceux qui peuvent opter pour le statut de client professionnel.

Clients professionnels par nature	Clients professionnels sur option
<p>Entités agréées ou réglementées pour opérer sur les marchés (établissements de crédit, entreprises d'investissement, entreprises d'assurance, OPC et leurs sociétés de gestion notamment).</p> <p>Grandes entreprises, à condition que deux des critères suivants (sur une base individuelle) soient remplis :</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- total du bilan = 20 millions d'€ ;</li><li>- chiffre d'affaires net = 40 millions d'€ ;</li><li>- capitaux propres = 2 millions d'€.</li></ul> <p>Dans le cas particulier des entreprises, le PSI est tenu de les informer du fait que, sur la base des informations dont il dispose, l'entreprise est classée comme un client professionnel.</p> <p>Gouvernements nationaux et régionaux, organismes publics gérant la dette publique nationale, banques centrales, etc., et d'autres investisseurs institutionnels dont l'activité principale consiste à investir dans des instruments financiers</p>	<p>Tous les clients autres que les clients professionnels peuvent demander à être considérés comme des clients professionnels, moyennant le respect de certains critères et d'une procédure précise.</p>

La catégorie des clients professionnels n'est pas identique à celle des "investisseurs qualifiés" tels que définis par la directive Prospectus. L'objet des dispositions, ainsi que les seuils de qualification, sont en effet différents, la directive Prospectus visant à dispenser un émetteur de l'obligation d'établir un prospectus lorsqu'il réserve une opération d'admission aux négociations sur un marché réglementé ou d'émission ou de cession d'instruments financiers à des investisseurs qualifiés.

### Une possibilité de sortie du régime

Une sortie du régime de la catégorie de clients professionnels est possible pour ceux d'entre eux qui le sont par nature, en vue de bénéficier de la protection dont bénéficient les clients non professionnels. Le PSI n'est toutefois pas tenu d'accepter cette demande.

Le PSI et le client doivent alors indiquer par écrit le fait que le client ne doit pas être traité comme un client professionnel, soit de manière générale, soit pour certains services, transactions, ou types de produits auxquels s'applique le niveau de protection plus élevé.



### 1.3. LES CONTREPARTIES ÉLIGIBLES

Les contreparties éligibles sont des entités avec lesquelles les PSI peuvent conclure des transactions sans avoir à respecter les règles de conduite dues envers les clients, notamment, sans avoir à évaluer leur compétence ni leur devoir l'obligation de "best execution".

Comme pour les clients professionnels, il en existe de deux sortes : celles de droit, et celles sur option. La catégorie des contreparties éligibles inclut de droit par exemple, les entités suivantes : les PSI, établissements de crédit, les entreprises d'assurance, les OPCVM et leurs sociétés de gestion, les fonds de retraite et leurs sociétés de gestion.

*Références : article 24 de la directive cadre et article 50 de la directive d'application.*

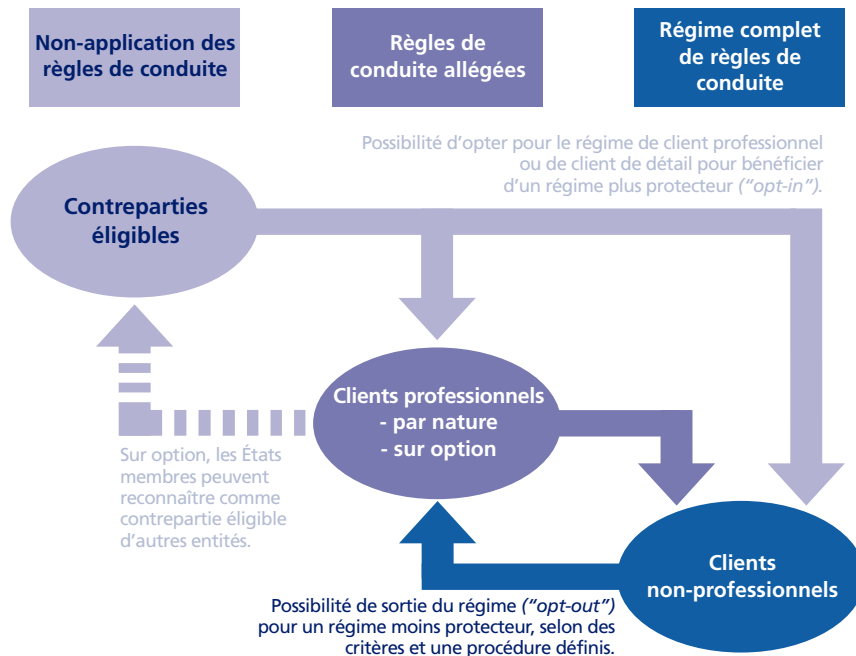
Ces entités bénéficient d'un "opt-in" et peuvent demander, au cas par cas ou dans le cadre d'un accord général, à être traitées comme des clients bénéficiant des règles de conduite (le cas échéant, clients professionnels, puis, le cas échéant, nouvel "opt-in" pour être traitées comme des clients non professionnels).

En outre, la directive cadre permet aux États membres de reconnaître comme contreparties éligibles des grandes entreprises satisfaisant à des exigences définies par les mesures d'application.

Dans le cas d'une transaction où la contrepartie éligible potentielle est établie dans un autre État membre que le PSI, celui-ci devra tenir compte du statut de l'entreprise tel qu'il est défini par le droit ou les mesures en vigueur dans l'État membre où elle est établie.

En outre, les PSI devront obtenir de la contrepartie éligible potentielle la confirmation expresse qu'elle accepte d'être traitée comme telle, cette confirmation pouvant être faite soit sous la forme d'un accord général, soit pour chaque transaction.

### 1.4. LA RELATION ENTRE LES DIFFÉRENTS SEGMENTS



### 2. LE PRINCIPE GÉNÉRAL DE BONNE CONDUITE

*Les PSI ont une obligation générale d'agir au mieux des intérêts de la clientèle.*

La directive cadre pose un principe général de bonne conduite, auquel sont soumis tous les PSI, quel que soit le service offert, leur faisant obligation d'agir d'une manière honnête, équitable et professionnelle, et qui serve au mieux les intérêts de leurs clients.

Ce principe n'est pas en soi une nouveauté mais est détaillé par des mesures d'application pouvant de fait modifier quelque peu les contours de son application. C'est ainsi en application de ce principe que la proposition de directive d'application prévoit, par exemple, une obligation de transparence sur les commissions perçues par le PSI.

*Références : article 19(1) de la directive cadre et article 26 de la directive d'application.*

### 3. L'INFORMATION DES CLIENTS

*La directive cadre et la directive d'application prévoient le détail des informations que les PSI seront tenus d'adresser à leurs clients et clients potentiels.*

Les obligations d'information des PSI envers leurs clients sont considérablement renforcées par la directive MIF, qui détaille la liste d'informations que les PSI doivent leur adresser. La directive définit également les informations devant être adressées aux clients potentiels.

Toutes les informations communiquées aux clients et clients potentiels, y compris publicitaires, doivent être correctes, claires et non trompeuses. Des informations sont communiquées sur le PSI et ses services, les instruments financiers et les stratégies d'investissement proposés, incluant des orientations et mises en garde sur les risques, les systèmes d'exécution utilisés et les frais, afin de permettre aux clients de prendre des décisions d'investissement en connaissance de cause.

L'étendue des informations que doit fournir le PSI dépend également de la nature du client (professionnel ou de détail). La plupart des mesures d'application en la matière s'appliquent, en effet, aux seules relations avec les clients non professionnels.

Les clients doivent en outre recevoir de leur PSI des rapports adéquats sur les services fournis, qui incluent :

- les avis d'opéré, devant être envoyés le lendemain de l'opération et comportant notamment l'indication de l'heure d'exécution et la plate-forme d'exécution ;
- l'arrêté du portefeuille sous mandat, en principe semestriel ;
- un relevé, au moins annuel, des comptes d'instruments financiers et des comptes espèces du titulaire.

Au-delà des dispositions figurant à l'article 19, d'autres dispositions de la directive cadre traitent également de l'information que le client doit recevoir, notamment en matière de conflits d'intérêts (article 18(2)) ou encore sur la politique d'exécution des ordres (article 21(3)).

*Références : article 19(2), 19(3) et 19(8) de la directive cadre et articles 27 à 35 de la directive d'application.*

## 4. LE DEVOIR D'ÉVALUATION DES CLIENTS

*Les PSI sont tenus d'évaluer leurs clients et clients potentiels aux fins de déterminer l'adéquation des services et instruments financiers offerts, obligeant le PSI à se procurer un certain nombre d'informations préalablement à la fourniture du service.*

### 4.1. LE CARACTÈRE ADÉQUAT DES SERVICES DE CONSEIL EN INVESTISSEMENT ET DE GESTION DE PORTEFEUILLE

Lorsqu'un PSI fournit des services de conseil en investissement et de gestion de portefeuille, il devra être en mesure de se procurer les informations détaillées sur les connaissances et l'expérience du client, sa situation financière et ses objectifs d'investissement, de sorte à pouvoir lui recommander les instruments qui lui conviennent.

Ainsi, les renseignements concernant la situation financière du client ou du client potentiel doivent inclure des informations pertinentes sur la source de ses revenus réguliers, les actifs qu'il possède, incluant ses biens immobiliers, ainsi que ses engagements financiers réguliers. Les renseignements relatifs à ses objectifs d'investissement portent notamment sur la durée de placement souhaitée ou le profil du client tel son degré d'aversion au risque.

La proposition de directive d'application fait alors obligation au PSI de s'assurer que, ayant obtenu de son client ou client potentiel toute l'information nécessaire lui permettant de connaître les éléments essentiels le caractérisant, il est en mesure de garantir que les services ou instruments financiers qu'il propose satisfont les critères suivants :

- ils répondent aux objectifs d'investissement du client ;
- le client est financièrement en mesure de faire face à tout risque, lié au service ou au produit, compatible avec ses objectifs d'investissement ;
- le client possède l'expérience et la connaissance nécessaires pour comprendre les risques inhérents à la transaction ou à la gestion de son portefeuille.

Ce processus de recueil d'information par le PSI et d'évaluation du caractère adéquat du service et/ou produit offert doit conduire à vérifier si le produit ou service est "adéquat" au client. Lorsque le PSI offre un service de gestion de portefeuille ou de conseil en investissement, les obligations auquel il est soumis sont plus grandes que pour l'offre d'autres services d'investissement, l'information à recueillir étant notamment plus précise.

En outre, si le PSI n'obtient pas l'information requise, il est tenu de s'abstenir de recommander au client ou client potentiel des services d'investissement ou des instruments financiers prévus.

Les mesures d'application précisent également les conditions d'allègement de ces obligations lorsque le PSI traite avec des clients professionnels.

*Références : article 19(4) de la directive cadre et articles 36 et 38 de la directive d'application.*

### 4.2. LE CARACTÈRE APPROPRIÉ DES AUTRES SERVICES

Lorsqu'un PSI offre des services autres que la gestion de portefeuille et le conseil en investissement, les obligations en matière de connaissance du client ne sont pas aussi fortes et les informations qu'il doit recueillir sont moins détaillées et ciblées que précédemment.

Alors que dans le cadre de l'évaluation du caractère adéquat des services et/ou produits offerts la connaissance des objectifs d'investissement du client ou encore sa situation financière sont en effet essentiels, ces exigences ne sont pas requises des PSI dans le cadre de l'offre d'autres services d'investissement.

Les dispositions figurant dans la proposition de directive d'application imposent ainsi au PSI de vérifier si le client possède le niveau d'expérience et de connaissance requis pour appréhender les risques liés au type spécifique de produit ou de service proposé ou demandé. Dans ce cas, la proposition de directive d'application ne fait plus référence au caractère "adéquat" mais au caractère "approprié" du produit ou service offert.

*Références : article 19(5) de la directive cadre et articles 37 et 38 de la directive d'application.*

### 4.3. L'EXÉCUTION SIMPLE

Dans le cas particulier de "l'exécution simple", le service de réception transmission d'ordre (RTO) et/ou d'exécution d'ordres est fourni sans que le PSI ait à obtenir des informations de la part du client ni à évaluer si le service ou le produit envisagé lui est adapté. Cette faculté est subordonnée aux conditions suivantes :

- les produits sont "simples", la définition des instruments "non complexes" figurant dans la proposition de directive d'application de la directive cadre ;
- le service est fourni à l'initiative du client ;
- le client est clairement informé de l'absence d'obligation d'évaluation du caractère adapté du service et de l'absence de protection.

*Références : article 19(6) de la directive cadre et article 39 de la directive d'application.*

## 5. L'OBLIGATION DE MEILLEURE EXÉCUTION

*L'un des éléments clés du dispositif en matière de règles de conduite est l'obligation de "meilleure exécution", obligeant les PSI à prendre en considération une série de critères pour s'assurer de l'obtention du meilleur résultat possible lors de l'exécution des ordres de leurs clients. Le respect de cette obligation est apprécié dans le cadre d'une politique d'exécution des ordres, que les PSI sont tenus de définir, de porter à la connaissance de leur clientèle et de tenir à jour.*

### 5.1. UNE APPROCHE MULTICRITÈRES

Le principe de la "meilleure exécution", consiste, pour le PSI, à prendre toutes les mesures raisonnables pour fournir au client le meilleur résultat possible lors de l'exécution des ordres. La directive MIF introduit une approche "multicritères" des conditions de l'exécution des ordres définissant les éléments que le PSI doit prendre en considération pour s'assurer qu'il offre ce meilleur résultat possible.

Les critères posés par la directive cadre sont les suivants : le prix, les coûts, la rapidité de l'exécution, la probabilité de l'exécution et du règlement, la taille, la nature de l'ordre ou toute autre considération relative à l'exécution de l'ordre.

La proposition de directive d'application apporte des éléments d'interprétation sur des cas particuliers, notamment pour les services de gestion de portefeuille et de réception transmission d'ordres, dans la mesure où ces entités n'exécutent pas directement l'ordre du client mais l'adressent à un tiers chargé de l'exécuter.

Par ailleurs, une application littérale de l'article 21 à des marchés autres que celui des actions, portant sur des produits non standards, ou organisés selon des modalités particulières (marchés de "dealers"), pouvait soulever des difficultés. La proposition de directive de niveau 2 apporte des précisions sur ce cas particulier.

Enfin, la directive cadre prévoit que lorsque le client adresse à son PSI une "instruction spécifique", le PSI qui la reçoit est alors tenu d'exécuter l'ordre selon les conditions particulières que lui aura demandées son client.

*Références : article 21(1) de la directive cadre et articles 43 à 45 de la directive d'application.*

## 5.2. LES ACTEURS CONCERNÉS

### **Un principe : l'application à tous les PSI exécutant des ordres**

La directive cadre pose que les PSI qui exécutent des ordres sont tenus de respecter le principe de la meilleure exécution et que la politique d'exécution qu'ils définissent et mettent en œuvre doit permettre d'obtenir le meilleur résultat possible pour les ordres de leurs clients.

*Références : article 21(1) et 21(2) de la directive cadre.*

### **Des obligations "analogues" pour les gérants de portefeuilles et la RTO**

Des PSI gérant des portefeuilles de clients ou qui reçoivent et transmettent des ordres, n'exécutant pas eux-mêmes l'ordre de leurs clients mais le transmettant à un autre PSI qui l'exécutera, sont également soumis à des obligations en termes de "meilleure exécution", adaptées à leur situation.

En raison de leur modalité particulière d'intervention dans une chaîne d'intermédiaires, la proposition de directive d'application prévoit ainsi qu'ils sont soumis à des obligations "analogues" à celles prévues à l'article 21(1).

Ces dispositions visent en effet à éviter une duplication de l'obligation de meilleure exécution dans une chaîne où interviennent un ou plusieurs RTO et/ou un gérant et un PSI exécutant l'ordre. Elles visent également à rendre redevables de cette exécution les entités ayant une relation contractuelle avec le client, c'est-à-dire le RTO ou le gérant.

Ainsi, dans ce cas précis, l'obligation de meilleure exécution se traduirait, pour le gérant ou le RTO, par une obligation de prendre toutes les mesures nécessaires pour sélectionner les entités les plus à même de fournir le meilleur résultat possible pour l'exécution des ordres de leurs clients. Cette obligation suppose que les gérants ou RTO sont tenus de sélectionner les entités auxquelles ils souhaitent confier leurs ordres au vu de leur politique d'exécution. Elle suppose aussi qu'ils surveillent la qualité d'exécution des ordres.

*Référence : article 45 de la directive d'application.*

### 5.3. LA POLITIQUE D'EXÉCUTION DES ORDRES

Le respect du principe de la meilleure exécution passe également par la mise en place, par les PSI, d'une politique d'exécution des ordres. Celle-ci inclut une description de la manière dont le PSI entend exécuter les ordres qui lui sont adressés et mentionne les lieux d'exécution qu'il a sélectionnés afin de permettre l'obtention du meilleur résultat possible pour le client.

Cette politique d'exécution doit au moins inclure les systèmes qui permettent au PSI d'obtenir, dans la plupart des cas, le meilleur résultat possible. Si le PSI prévoit que des ordres peuvent être exécutés en dehors d'un marché réglementé ou d'un MTF, notamment par voie d'internalisation systématique, l'accord exprès préalable du client est requis.

La politique d'exécution telle que définie par le PSI est adressée à ses clients, ces derniers devant communiquer leur accord sur la politique d'exécution.

Le respect de cette règle exige également la surveillance de l'efficacité de la politique d'exécution par le prestataire, qui devra être à même de remédier aux éventuelles déficiences de son dispositif.

*Références : article 21(2) et 21(3)  
de la directive cadre et article 46 de la directive d'application.*

### 5.4. L'ÉVALUATION DU RESPECT DE LA RÈGLE DE LA MEILLEURE EXÉCUTION

L'obligation de "meilleure exécution" est une obligation de moyens. Le respect de cette règle s'apprécie à l'aune de la politique d'exécution que l'intermédiaire a définie et c'est donc dans ce cadre que sa responsabilité peut être engagée.

La portée de l'obligation est en effet limitée au champ défini par sa politique d'exécution. Dès lors qu'un intermédiaire financier n'a pas indiqué tel ou tel lieu d'exécution des ordres dans sa politique d'exécution, il ne pourrait être tenu responsable par un de ses clients de ne pas avoir adressé l'ordre sur la plate-forme non incluse dans sa politique d'exécution, et ce même si le cours d'un titre y était meilleur au moment où l'ordre a été exécuté.

Dans cette même logique, les autorités compétentes en matière de contrôle du respect de ce principe vérifieront que les PSI ont défini, et appliquent, des procédures qui garantissent l'obtention du meilleur résultat possible pour leurs clients et qu'ils ont notamment inclus dans leur politique d'exécution des ordres les systèmes qui permettent d'obtenir, de manière générale, le meilleur résultat possible pour l'exécution des ordres de leurs clients.

## 6. LES AUTRES RÈGLES RELATIVES AU TRAITEMENT DES ORDRES CLIENTS

*L'instauration de règles relatives au traitement des ordres des clients, garantissant l'impartialité de l'exécution, répond aux risques et aux conflits d'intérêts potentiellement accrus par la multiplication des lieux d'exécution des ordres.*

Les PSI sont tenus de mettre en place des procédures permettant un traitement rapide et équitable des ordres de leurs clients. Ces dispositions visent à garantir qu'il n'y a pas de discrimination entre le traitement des ordres selon la qualité du donneur d'ordre, entre par exemple, un client A serait favorisé par rapport à un client B, ou par rapport aux ordres de l'intermédiaire lui-même lorsqu'il intervient pour son compte propre. Un PSI ne doit ainsi pas pouvoir tirer avantage de la connaissance qu'il aurait des ordres de ses clients pour favoriser, ou privilégier, une meilleure exécution de ses propres ordres.

En outre, dans le cas particulier d'un ordre à cours limité, que le PSI ne pourrait pas exécuter immédiatement, la directive cadre prévoit que celui-ci doit prendre des mesures susceptibles de faciliter une exécution rapide de cet ordre en le rendant facilement accessible aux autres participants du marché qui pourraient en assurer l'exécution. Le PSI est donc tenu à une obligation de publicité de l'ordre de son client. Il s'agit là d'une mesure destinée à la fois à ne pas amoindrir l'efficacité du processus de formation du prix et à protéger les intérêts du donneur d'ordre.

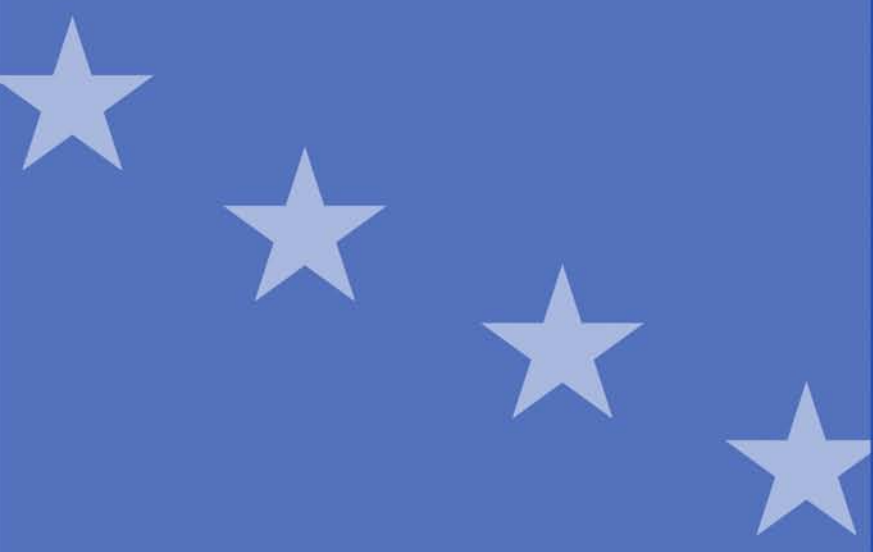
*Références : article 22 de la directive cadre, article 47 à 49 de la directive d'application et article 30 du règlement d'application.*





---

## V. LES TRAVAUX DU RÉGULATEUR

- 
- 1. La coopération entre autorités ..... 50
  - 2. L'exercice de transposition ..... 51

### 1. LA COOPÉRATION ENTRE AUTORITÉS

*La directive MIF renforce le dispositif commun de surveillance des marchés, afin que les régulateurs puissent continuer à conduire des contrôles efficaces dans un environnement de marché potentiellement fragmenté.*

#### 1.1. UN SYSTÈME DE SURVEILLANCE PAN-EUROPEÛEN

Si la directive MIF pose un certain nombre de règles applicables aux PSI, les régulateurs eux-mêmes sont soumis à des obligations en matière de coopération, et la mise en conformité avec le nouveau régime les concerne donc tout autant.

Ces obligations renforcées en matière de coopération visent à leur permettre de mener des missions de contrôle sur une base pan-européenne, et à leur fournir les outils nécessaires à l'accomplissement de leurs missions.

La mise en place du dispositif d'échange d'informations sur les transactions réalisées par les PSI telle que décrite précédemment fera l'objet de travaux de niveau 3, au sein de CESR.

La directive prévoit, également, des modalités particulières de coopération entre autorités concernées par les opérations transfrontalières d'un marché réglementé lorsque celles-ci revêtent une importance considérable pour le fonctionnement des marchés et la protection des investisseurs dans un autre État d'accueil.

#### 1.2. DES POUVOIRS JURIDIQUES PLUS ÉTENDUS

Les pouvoirs des régulateurs sont également plus étendus géographiquement, puisque, dans le cadre de leurs activités de surveillance, de vérification sur place et d'enquêtes, les autorités en charge de la surveillance d'un marché réglementé pourront s'adresser directement aux PSI membres à distance de ce marché, situées dans un autre État membre, l'autorité compétente de cet État en étant seulement informée.

En outre, la directive MIF s'efforce de faire converger les pouvoirs dont disposent les autorités compétentes, de façon à tendre vers une force équivalente des procédures d'exécution des règles dans l'ensemble de l'Union européenne. Les pouvoirs des autorités qu'elles peuvent prendre s'inspirent des dispositions en la matière des directives Prospectus et Abus de marché.

*Références : articles 56, 57 et 58 de la directive cadre et article 13 à 15 du règlement d'application.*

## 2. L'EXERCICE DE TRANSPOSITION

*L'exercice de transposition de la directive MIF et de sa directive d'application en droit français, initié dans le cadre d'une étroite concertation avec la place, devra conjuguer l'impératif de protection de l'épargne avec le maintien de la nécessaire compétitivité des métiers d'intermédiation financière.*

### 2.1. L'ANTICIPATION DES MUTATIONS INDUITES PAR LE NOUVEAU DISPOSITIF

Dans la continuité du processus de concertation entamé lors de l'élaboration des avis du CESR, l'AMF a associé l'ensemble des professionnels, au travers de leurs associations représentatives, aux travaux de transposition.

L'AMF a commencé les discussions dès le second semestre 2005, afin, d'une part, de contribuer aux travaux législatifs et d'autre part, de préparer la modification de son règlement général.

Ainsi, s'est-elle dotée d'une structure dédiée, organisée autour de quatre groupes de travail, amenés à dialoguer avec les associations professionnelles des grandes orientations qui seraient retenues pour l'élaboration du règlement général. Ces quatre groupes de travail internes interviennent dans les domaines suivants :

- procédures d'agrément, règles d'organisation des PSI et passeport ;
- règles de conduite et règles applicables à l'offre de services d'investissement ;
- fonctionnement des marchés et des autres modes d'exécution des ordres ;
- organisation du contrôle de l'AMF et coopération.

Les orientations dégagées suite à confrontation avec les professionnels sont ensuite présentées aux commissions consultatives de l'AMF.

La phase de consultation publique sur le nouveau règlement général devrait quant à elle intervenir au cours du second semestre 2006, dès que les mesures d'application de la directive cadre auront été adoptées, probablement en juillet 2006.

### 2.2. LA CONVERGENCE DES DISPOSITIFS RÉGLEMENTAIRES

Pour aussi complet que soit le nouveau cadre réglementaire, l'efficacité en serait réduite si les régulateurs nationaux n'avaient pas la même interprétation des textes. L'activité des acteurs de marché en serait pénalisée, au détriment de l'efficacité globale du système.

La convergence du dispositif réglementaire est donc essentielle, et constitue un chantier sur lequel les régulateurs nationaux seront amenés à travailler, durant les prochains mois, au sein du CESR.

Les travaux de niveau 3 conduiront à favoriser la compréhension commune des dispositions de niveaux 1 et 2 déjà identifiées, telles par exemple la définition de l'internalisation systématique, ou encore plusieurs aspects de la mise en œuvre concrète de la règle de la meilleure exécution ou de la définition des politiques d'exécution des ordres.

S'agissant de la consolidation des données en matière de transparence *post-négociation*, le CESR a déjà entamé ses travaux de niveau 3, invitant les acteurs à faire connaître leur position sur la question.

Les échanges d'informations entre régulateurs au titre du mécanisme de déclaration des transactions constituent un autre axe majeur de réflexion au sein du CESR.

### **2.3. L'APPLICATION CONCRÈTE DE LA DÉMARCHÉ "MEILLEURE RÉGULATION"**

La transposition de la directive MIF constitue un défi majeur pour l'ensemble des acteurs financiers français et un élément-clé du débat sur la compétitivité de la place financière française. Elle s'inscrit à cet égard dans le cadre d'une réflexion plus globale que l'AMF a décidé de placer au cœur de son futur dispositif avec l'ambition de définir et proposer un modèle rénové de régulation. Son objectif est de garantir l'efficacité de la mission première du régulateur en matière de protection de l'épargne grâce à une meilleure prise en compte des évolutions du marché, des préoccupations du public et du dynamisme de la Place de Paris.

Ainsi, dans le cadre de la transposition de la directive MIF, l'AMF porte une attention particulière à la transparence du processus d'élaboration de son nouveau règlement général. Dernière des directives du plan d'action des services financiers à devoir être transposée, et sans doute la plus détaillée d'entre elles, la directive MIF, plus que toutes les autres, exige en effet une approche concertée avec l'ensemble des acteurs concernés.

En outre, alors que la directive devrait susciter des modifications non négligeables dans le comportement des acteurs, en raison des nouvelles opportunités qu'elle offre en matière de services d'investissement, la nécessité d'une plus grande responsabilisation de ces derniers est un élément sur lequel l'AMF souhaite tout particulièrement insister. Le succès du dispositif qui sera mis en place, au-delà d'une compréhension technique commune, suppose, en effet, que les acteurs prennent l'entière mesure des obligations auxquels ils seront dorénavant soumis.

La transposition de la directive et son interprétation future, dans le cadre du CESR, devront donc déboucher sur un système équilibré qui encourage le développement et l'innovation des métiers, dans le respect strict des principes de protection de l'épargne et d'intégrité du marché. La réglementation qui en résultera devra, en outre, être suffisamment lisible et ouverte aux acteurs étrangers qui souhaiteraient opérer en France, ou depuis la France sur des marchés extérieurs.

---

# ANNEXES

## **ANNEXE 1**

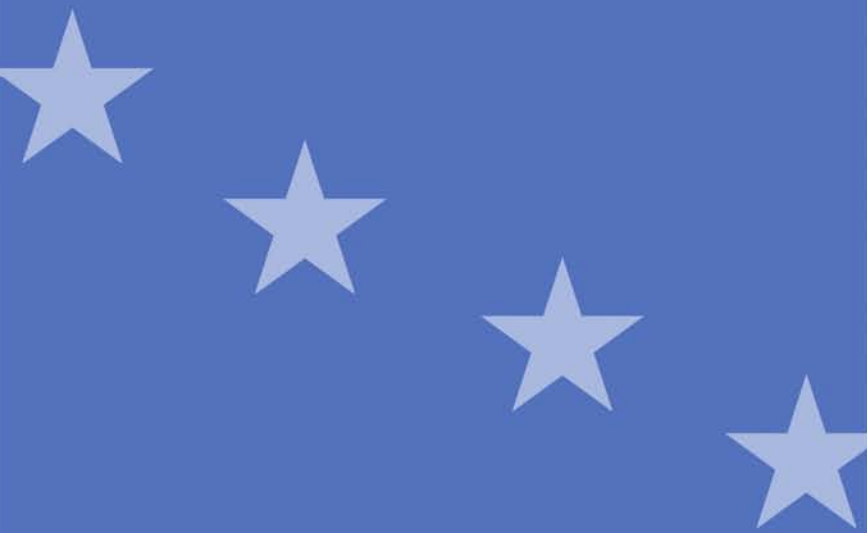
Références des principales dispositions de la directive MIF et de ses mesures d'application

## **ANNEXE 2**

Liens utiles

## **ANNEXE 3**

Glossaire des acronymes cités



## ANNEXE 1

### Références des principales dispositions de la directive MIF et de ses mesures d'application

Ce tableau est destiné à identifier les principales dispositions de la directive citées dans le document. Il ne saurait en conséquence être considéré comme exhaustif.

Disposition	Article de la directive MIF	Mesures d'application	
		Proposition de Directive	Proposition de Règlement
<b><i>Les acteurs et le champ d'application de la directive</i></b>	article 1 <sup>er</sup>		
Sociétés de gestion	articles 1 <sup>er</sup> et 66		
Clients de détail	article 4(1)(12) et annexe II(II)		
Clients professionnels	article 4(1)(11) et annexe II		
Contreparties éligibles	article 24	article 50	
Dérogations : acteurs hors du champ de la directive et CIF	articles 2 et 3		
<b><i>Agrément et passeport</i></b>			
Principe de compétence de l'État membre d'origine	articles 6, 7 et 31		
Succursales	considérant 32 et article 32		
<b><i>Offre de services d'investissement et organisation des PSI</i></b>			
Exigences générales d'organisation des PSI	article 13	article 5	
Fonction de conformité	article 13(2)	article 6	
Gestion des risques	article 13(5)§2	article 7	
Audit interne	article 13(5)§2	article 8	
Responsabilités des instances dirigeantes	article 13(2)	article 9	
Externalisation de certaines fonctions	article 13(5)	articles 13 à 15	
Protection des avoirs des clients	articles 13(7) et 13(8)	articles 16 à 19	
Gestion des conflits d'intérêts	articles 13 et 18	articles 21 à 25	
Exigences spécifiques à la recherche	articles 19(2) et 13(3)	articles 24 et 25	
Autres procédures internes	article 13(2)	articles 10 à 12	
Conservation des données	article 13(6)	article 51	articles 6 et 7

Disposition	Article de la directive MIF	Mesures d'application	
		Proposition de Directive	Proposition de Règlement
<b>Les lieux d'exécution des ordres</b>			
Définition des marchés réglementés	article 4(1)(14)		
Marchés réglementés (agrément, organisation, etc.)	article 36 et 39		
Admission des instruments financiers à la négociation sur un marché réglementé	article 40		articles 35 à 37
Membres d'un marché réglementé	articles 42(3), 42(5) et 33		
Plate-formes multilatérales de négociation	articles 4(1)(15), 14, 31(6) et 5(2)		
Internalisateurs systématiques	articles 4(1)(7) et 27		article 20
Régime de transparence <i>pré-négociation</i> pour les marchés réglementés et MTF	articles 29 et 44		annexe II, tableau 1
Dérogations à l'obligation de transparence <i>pré-négociation</i>	articles 29 et 44		articles 16 à 19
Régime de transparence <i>pré-négociation</i> pour les internalisateurs systématiques	article 27		articles 21 et 23
Taille standard de marché	article 27		tableau 3 de l'annexe 2
Conditions d'exécution des ordres et d'amélioration de prix par les internalisateurs systématiques	article 27(3)		
Obligations de transparence <i>post-négociation</i>	articles 28, 30, et 45		article 27 et tableau 4
Déclaration des transactions au régulateur	articles 25 et 58		articles 9 à 27
Détermination du marché le plus pertinent en termes de liquidité	article 25		articles 8 et 9
<b>La relation des PSI avec leurs clients</b>			
Principe général de bonne conduite	article 19(1)	article 26	
Information des clients	article 19(2), 19(3) et 19(8)		articles 27 à 35
Caractère adéquat des services de conseil en investissement et de gestion de portefeuille	article 19(4)	articles 36 et 38	
Caractère approprié des autres services	article 19(5)	articles 37 et 38	
Exécution simple	article 19(6)	article 39	
Obligation de meilleure exécution	articles 21(1) et 19(1)	articles 44 et 45	
Politique d'exécution des ordres	article 21(2) et 21(3)	article 46	
Règles de traitement des ordres clients	article 22	articles 47 à 49	article 30
<b>Les pouvoirs des autorités compétentes</b>			
	articles 56 à 62	articles 13 à 15	

---

## ANNEXE 2

### Liens utiles

---

**DIRECTIVE 2004/39/CE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers**

[http://europa.eu.int/eur-lex/pri/fr/oj/dat/2004/l\\_145/l\\_14520040430fr00010044.pdf](http://europa.eu.int/eur-lex/pri/fr/oj/dat/2004/l_145/l_14520040430fr00010044.pdf)

**DIRECTIVE 2006/31/CE DU PARLEMENT EUROPEEN ET DU CONSEIL du 5 avril 2006 modifiant la directive 2004/39/CE concernant les marchés d'instruments financiers, en ce qui concerne certaines échéances**

[http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/site/fr/oj/2006/l\\_114/l\\_11420060427fr00600063.pdf](http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/site/fr/oj/2006/l_114/l_11420060427fr00600063.pdf)

**Proposition de directive portant mesures d'exécution de la directive MIF**

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/securities/docs/isd/dir-2004-39-implementation/dir-6-2-06-final\\_fr.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/isd/dir-2004-39-implementation/dir-6-2-06-final_fr.pdf)

**Proposition de règlement portant mesures d'exécution de la directive MIF**

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/securities/docs/isd/dir-2004-39-implementation/reg-6-2-06-final\\_fr.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/isd/dir-2004-39-implementation/reg-6-2-06-final_fr.pdf)



<b>CESR</b>	<b><i>Committee of European Securities Regulators.</i></b> Il s'agit de l'instance réunissant les régulateurs de marché de l'Union européenne. Le CESR a adressé, dans le cadre de la procédure Lamfalussy, deux avis techniques à la Commission européenne en vue de l'élaboration des mesures d'application de la directive. Au niveau 3, le CESR interviendra pour faciliter la compréhension commune des textes et la convergence de leur mise en application.
<b>CCLRF</b>	<b>Comité consultatif de la législation et de la réglementation financières.</b>
<b>CEVM, ou ESC</b>	<b>Comité européen des valeurs mobilières, ou en anglais, <i>European Securities Committee (ESC).</i></b> Il s'agit de l'instance européenne réunissant les délégations nationales : pour la France il s'agit de la direction générale du Trésor et de la politique économique (DGTPE). Au stade actuel des négociations, cette instance est chargée de la négociation des mesures d'application de la directive.
<b>CIF</b>	<b>Conseillers en investissements financiers.</b>
<b>DSI</b>	<b>DIRECTIVE 93/22/CEE DU CONSEIL du 10 mai 1993</b> Directive concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières, abrogée par la directive MIF.
<b>Directive MIF</b>	<b>Directive sur les marchés d'instruments financiers</b> Cette directive est également connue sous son acronyme anglais MIFid, pour <i>Market in financial instruments directive</i> .
<b>JOUE</b>	<b>Journal officiel de l'Union européenne.</b>
<b>MTF</b>	<b><i>Multilateral Trading Facilities.</i></b> Il s'agit des systèmes multilatéraux de négociation. La directive, dans sa version française, a conservé l'acronyme anglais.
<b>MTFO</b>	<b>Systèmes multilatéraux de négociation dits "organisés".</b> Il s'agit de MTF, qui, sur une base volontaire, se soumettent à certaines exigences additionnelles. Cette catégorie de MTF ne figure pas dans la directive MIF mais uniquement dans le règlement général de l'AMF.
<b>OICV</b>	<b>Organisation internationale des commissions de valeurs.</b> L'OICV a édicté des principes de régulation internationale notamment dans le domaine de l'analyse financière ou la fonction de conformité.
<b>PSI</b>	<b>Prestataires de services d'investissement.</b> Le terme de PSI a été utilisé dans ce document car regroupant, en droit français, à la fois les entreprises d'investissement et les établissements de crédit agréés pour fournir des services d'investissement. Cette catégorie correspond à celle d'entreprise d'investissement utilisée dans la directive.
<b>RTO</b>	<b>Réception transmission d'ordres.</b>

<b>INTRODUCTION</b> .....	<b>3</b>
<b>SOMMAIRE</b> .....	<b>4</b>
<b>I. LA DIRECTIVE MIF EN BREF</b> .....	<b>5</b>
1. UN OBJECTIF : L'INTÉGRATION DU MARCHÉ INTÉRIEUR DES SERVICES FINANCIERS .....	6
1.1. Le principe de mise en concurrence des lieux d'exécution des ordres .....	6
1.2. L'harmonisation des conditions de l'offre de services d'investissement .....	7
1.3. La simplification de l'exercice passeport .....	7
2. UN CHAMP D'APPLICATION ÉLARGI .....	8
2.1. Les activités directement soumises à la directive .....	8
2.2. L'impact indirect sur les autres acteurs .....	9
2.3. Les professionnels hors champ .....	10
3. UN CORPS DE RÈGLES TRÈS COMPLET .....	11
3.1. Une directive "Lamfalussy" .....	11
3.2. Les mesures de niveau 2 .....	12
4. DES ÉCHÉANCES PROCHEES .....	13
<b>II. LA RÉFORME DES CONDITIONS DE L'OFFRE DE SERVICES D'INVESTISSEMENT</b> .....	<b>15</b>
1. LE CHAMP D'ACTIVITÉ DES PSI .....	16
2. LES MODALITÉS D'EXERCICE DU PASSEPORT EUROPÉEN .....	18
2.1. Le principe de compétence de l'État membre d'origine .....	18
2.2. Le cas des succursales : compétence de l'État membre d'accueil .....	18
2.3. Le recours aux agents liés .....	19
3. LES RÈGLES D'ORGANISATION APPLICABLES AUX PSI .....	19
3.1. Les exigences générales d'organisation .....	20
3.2. La fonction de contrôle de la conformité .....	20
3.3. La gestion des risques .....	21
3.4. L'audit interne .....	21
3.5. Les responsabilités des instances dirigeantes .....	21
3.6. L'externalisation de certaines fonctions .....	22
3.7. La protection des avoirs des clients .....	22
3.8. La gestion des conflits d'intérêts .....	23
3.9. Les exigences spécifiques à la recherche .....	23
3.10. Les autres procédures internes .....	24
<b>III. LA NOUVELLE ORGANISATION DES MARCHÉS</b> .....	<b>25</b>
1. LA SUPPRESSION DE LA RÈGLE DE CONCENTRATION DES ORDRES .....	26
2. LA RECONNAISSANCE DE TROIS LIEUX D'EXÉCUTION DES ORDRES .....	26
2.1. Les marchés réglementés .....	27
2.2. Les plate-formes multilatérales de négociation .....	28
2.3. Les internalisateurs systématiques .....	29
3. DES OBLIGATIONS DE TRANSPARENCE PRÉ-NÉGOCIATION .....	30
3.1. Un régime unifié entre marchés réglementés et MTF .....	30
3.2. Un régime particulier pour les internalisateurs systématiques .....	31
4. LES OBLIGATION DE TRANSPARENCE POST-NÉGOCIATION .....	34
5. LA DÉCLARATION DES TRANSACTIONS AU RÉGULATEUR .....	34
5.1. La déclaration à l'autorité compétente du pays d'origine du PSI .....	34
5.2. La détermination du marché le plus pertinent en termes de liquidité .....	35
<b>IV. LES RELATIONS DES PSI AVEC LEURS CLIENTS</b> .....	<b>37</b>
1. LA NOUVELLE SEGMENTATION DE LA CLIENTÈLE .....	38
1.1. Les clients de détail .....	38
1.2. Les clients professionnels .....	39

1.3.	Les contreparties éligibles .....	41
1.4.	La relation entre les différents segments .....	41
2.	LE PRINCIPE GÉNÉRAL DE BONNE CONDUITE.....	42
3.	L'INFORMATION DES CLIENTS .....	42
4.	LE DEVOIR D'ÉVALUATION DES CLIENTS.....	43
4.1.	Le caractère adéquat des services de conseil en investissement et de gestion de portefeuille .....	43
4.2.	Le caractère approprié des autres services .....	44
4.3.	L'exécution simple .....	44
5.	L'OBLIGATION DE MEILLEURE EXÉCUTION .....	44
5.1.	Une approche multicritères .....	44
5.2.	Les acteurs concernés .....	45
5.3.	La politique d'exécution des ordres .....	46
5.4.	L'évaluation du respect de la règle de la meilleure exécution .....	46
6.	LES AUTRES RÈGLES RELATIVES AU TRAITEMENT DES ORDRES CLIENTS.....	47
<b>V.</b>	<b>LES TRAVAUX DU RÉGULATEUR .....</b>	<b>49</b>
1.	LA COOPÉRATION ENTRE AUTORITÉS.....	50
1.1.	Un système de surveillance pan-européen .....	50
1.2.	Des pouvoirs juridiques plus étendus .....	50
2.	L'EXERCICE DE TRANSPOSITION.....	51
2.1.	L'anticipation des mutations induites par le nouveau dispositif.....	51
2.2.	La convergence des dispositifs réglementaires.....	51
2.3.	L'application concrète de la démarche "meilleure régulation" .....	52
<b>ANNEXE 1 :</b>		
<b>RÉFÉRENCES DES PRINCIPALES DISPOSITIONS DE LA DIRECTIVE MIF</b>		
<b>ET DE SES MESURES D'APPLICATION .....</b>		<b>54</b>
<b>ANNEXE 2 : LIENS UTILES.....</b>		<b>56</b>
<b>ANNEXE 3 : GLOSSAIRE DES ACRONYMES CITÉS .....</b>		<b>57</b>
<b>TABLE DES MATIÈRES .....</b>		<b>58</b>

*Cette brochure a été réalisée par la Direction de la régulation et des affaires internationales de l'Autorité des marchés financiers.*

*Si vous désirez des informations complémentaires vous pouvez également contacter :*

**HUBERT REYNIER**  
Directeur de la régulation et des affaires internationales

Service des affaires internationales

**XAVIER TESSIER**  
**FRANÇOISE BUISSON**  
**ANNE HYVERNAUD**

Service de l'intermédiation et des infrastructures de marché

**BÉNÉDICTE DOUMAYROU**  
**WAYNE SMITH**

Secrétariat  
Tél. : +33 (0)1 53 45 63 63  
Courriel : [directivemif@amf-france.org](mailto:directivemif@amf-france.org)



**Autorité des marchés financiers**  
17, place de la Bourse - 75082 Paris Cedex 02  
Tél. : 01 53 45 60 00 - Fax : 01 53 45 61 00  
Internet : <http://www.amf-france.org>