

**CHAPITRE 9**  
**–**  
**LE FONCTIONNEMENT**  
**ET L'ORGANISATION DES MARCHÉS**

## INTRODUCTION

L'architecture générale des systèmes de négociation en Europe repose sur un marché dirigé par les ordres des acheteurs et des vendeurs et animé par des prestataires habilités.

Jusqu'en octobre 2007, les bourses européennes sauf la Grande-Bretagne et la Suisse reposaient sur le principe de la centralisation des ordres avec un système électronique, une feuille de marché, un compensateur et un système de règlement-livraison uniques.

L'éclatement des différents systèmes d'exécution pour une même valeur et l'arrivée de nouveaux intermédiaires ont introduit une concurrence en matière d'exécution des ordres mais n'ont fondamentalement pas modifié la technique dans les modes de cotation ou les types d'ordres.

Ce chapitre présente les lieux et modes d'exécution des ordres avec leurs acteurs. La typologie des ordres et leur traitement sur les marchés organisée est exposée. Ce chapitre aborde les obligations de transparence pré-négociation et post-négociation. Il présente les participants des marchés ainsi que les nouvelles obligations de *reporting* des transactions au régulateur. Il donne enfin un aperçu des sources de données de marché et de la publication des transactions par les prestataires de services de communication de données.

## SOMMAIRE DU CHAPITRE

<b>G</b>	<b>LES LIEUX ET MODES D'EXÉCUTION DES ORDRES, ENTREPRISES DE MARCHÉ ET OPÉRATEURS SMN, LES MARCHÉS, NOTIONS MARCHÉ AU COMPTANT ET À TERME, RÉGULATION DES MARCHÉS DE MATIÈRES PREMIÈRES .....</b>	<b>411</b>
	1. L'entrée en vigueur de la version 2 de la Directive sur les Marchés d'instruments financiers (MIF II) pour les marchés .....	411
	2. Les acteurs dans ce nouveau paysage de la négociation .....	415
	3. Les différents marchés .....	418
	4. Les modes de négociations.....	421
	5. Les standards internationaux d'identification des acteurs et des instruments financiers .....	422
	<b>Pour aller plus loin .....</b>	<b>423</b>
<b>I</b>	<b>LA TYPOLOGIE DES ORDRES ET LEUR TRAITEMENT SUR LES MARCHÉS ORGANISÉS, SÉANCE DE BOURSE À PARIS ET COTATIONS.....</b>	<b>425</b>
	1. La typologie des ordres et leur traitement sur les marchés organisés.....	425
	2. Les types d'ordres sur les marchés de taux.....	429
	3. Les types d'ordres sur les marchés dérivés .....	429
	<b>Pour aller plus loin .....</b>	<b>430</b>
<b>G</b>	<b>LES OBLIGATIONS DE TRANSPARENCE PRÉ- ET POST-NÉGOCIATION, ATTRIBUTION DU <i>LEGAL ENTITY IDENTIFIER</i> .....</b>	<b>431</b>
	1. L'impact de la version 2 de la Directive sur les Marchés d'instruments financiers (MIF II) .....	431
	2. Les obligations de transparence .....	431
	3. Obligations de transparence post-négociation.....	433
	4. La déclaration des transactions au régulateur .....	434
	<b>Pour aller plus loin .....</b>	<b>434</b>
<b>G</b>	<b>LES PARTICIPANTS, LIBRE ACCÈS AUX INFRASTRUCTURES, CONTRAINTES DE <i>REPORTING</i> DES TRANSACTIONS, ENCADREMENT DU <i>TRADING</i> ALGORITHMIQUE .....</b>	<b>435</b>
	1. Les teneurs de marché ou <i>market-makers</i> .....	435
	2. Les animateurs ou apporteurs de liquidité .....	435
	3. Le contrat de liquidité .....	436
	4. Les nouvelles contraintes de <i>reporting</i> des transactions au régulateur sous MIF II.....	437
	5. L'encadrement du <i>trading</i> algorithmique.....	438

<b>LES SOURCES DE DONNÉES DE MARCHÉ, PUBLICATION DES TRANSACTIONS, PRESTATAIRES DE SERVICES DE COMMUNICATION DE DONNÉES .....</b>	<b>439</b>
1. Les flux boursiers .....	439
2. La diffusion de données de marché .....	443
3. La diffusion de statistiques et de données financières.....	444
4. Les agences de notation de crédit .....	445
5. La publication des transactions .....	446
<b>Pour aller plus loin .....</b>	<b>447</b>

# LES LIEUX ET MODES D'EXÉCUTION DES ORDRES, ENTREPRISES DE MARCHÉ ET OPÉRATEURS SMN, LES MARCHÉS, NOTIONS MARCHÉ AU COMPTANT ET À TERME, RÉGULATION DES MARCHÉS DE MATIÈRES PREMIÈRES

L'architecture générale des systèmes de négociation, en Europe, repose sur un marché dirigé par les ordres des acheteurs et des vendeurs et animé par des prestataires habilités. Il n'existe plus de lieu « physique » d'exécution des négociations. Toutes les transactions sont exécutées sur des systèmes électroniques ; on peut parler de lieux d'exécution « virtuels ».

Depuis l'entrée en vigueur de la première Directive sur les Marchés d'instruments financiers en novembre 2007, on a assisté à un éclatement des différents systèmes d'exécution avec la cohabitation de plusieurs systèmes d'exécution d'ordres :

- les marchés réglementés et organisés, c'est-à-dire les bourses historiques qui conservent une fonction spécifique, l'admission des instruments financiers à la négociation ;
- les systèmes multilatéraux de négociation dont l'activité unique est d'organiser la confrontation des ordres des acheteurs et des vendeurs ;
- les établissements de crédit internalisateurs qui deviennent la contrepartie systématique des ordres de leurs clients.

L'arrivée de ces nouveaux intermédiaires a introduit une concurrence en matière d'exécution des ordres et a abouti à une fragmentation des marchés donc de la liquidité puisqu'une valeur peut être négociée, en même temps, sur plusieurs systèmes électroniques de cotation.

## 1. L'ENTRÉE EN VIGUEUR DE LA VERSION 2 DE LA DIRECTIVE SUR LES MARCHÉS D'INSTRUMENTS FINANCIERS (MIF II) POUR LES MARCHÉS

Avec l'entrée en vigueur de la version 2 de la Directive sur les Marchés d'instruments financiers le 3 janvier 2018 et du Règlement européen associé (MiFIR) dans toute l'Europe, de nouvelles obligations ont vu le jour.

Ce que l'on appelle communément MIF II (MiFID II pour *Markets in financial instruments directive*) est en réalité constitué de deux textes : un Règlement (MiFIR) portant essentiellement sur les aspects de marché et une Directive (MiFID) qui porte plutôt sur les règles de conduite.

### 1.1. Objectifs

- Encourager les négociations sur des plates-formes électroniques plutôt qu'en pur OTC (gré à gré).
- Étendre les obligations de la transparence pré-négociation et post-négociation à toutes les classes d'actifs (initialement seulement les actions étaient concernées par MIF I).
- Introduire des dispositions spéciales pour la négociation algorithmique<sup>196</sup> (dit aussi *trading* algorithmique) et la technique de négociation à haute fréquence<sup>197</sup> (dit aussi *trading* à haute

<sup>196</sup> Un algorithme informatique détermine automatiquement les paramètres des ordres (opportunité ou moment de leur émission, les conditions de prix ou de quantité ou la façon dont ils sont gérés après leur émission sans intervention humaine ou alors limitée.

<sup>197</sup> Cette technique de négociation se caractérise par une infrastructure destinée à minimiser les latences informatiques, un mécanisme qui décide de générer, génère, achemine ou exécute des ordres sans intervention humaine et un débit intrajournalier élevé de messages constituant des ordres des cotations ou des annulations.

fréquence) afin de limiter les possibles manipulations de marché. En résumé, les obligations suivantes s'imposent :

- pour la négociation algorithmique :
  - notification aux autorités compétentes de la plate-forme de négociation :
    - systèmes et contrôles efficaces pour la résilience et la capacité suffisante des systèmes de négociation : seuils et limites, plan de continuité, tests,
    - mise à disposition du régulateur d'une description des stratégies de négociation algorithmique, des paramètres de négociation, des limites et principaux contrôles de conformité auquel le système est soumis ;
- pour la négociation à haute fréquence : tenue d'un registre précis et chronologique de tous les ordres passés incluant les annulations d'ordre ;
- pour l'accès direct au marché (DMA) : des notifications et contrôles :
  - notification aux autorités compétentes et de la plate-forme de négociation,
  - mise en place de systèmes et contrôles des risques efficaces (adéquation des clients, limites de négociation et de crédit, contrôle des risques...), ainsi qu'une surveillance des transactions et un contrôle de l'activité des clients,
  - besoin d'un accord écrit entre la plate-forme de négociation et le client concerné, détaillant les droits et obligations respectives.
- Améliorer la supervision et la transparence sur le marché des commodités (en introduisant des limites).
- Promouvoir la compétition dans le domaine de la négociation et de la compensation (*clearing*) avec l'obligation pour les plates-formes de négociation et les chambres de compensation de fournir un accès ouvert et non discriminant.
- Séparer les frais de recherche / analyse des commissions de négociation.

## 1.2. Les nouvelles exigences issues de MIF II (Directive et Règlement associé)

Les obligations de transparence pré-négociation et post-négociation ont pour objectif de s'assurer que les investisseurs disposent d'informations fiables et dans les temps, à propos des données de négociation (ordres, volumes...) sur les instruments financiers. Elles sont renforcées avec MIF II. Elles visent désormais, en plus des actions, les instruments assimilés aux actions (*Exchange traded funds*, certificats représentatifs, fonds cotés, certificats préférentiels) ainsi que les autres instruments tels que les obligations, produits financiers structurés, quotas d'émission et instruments dérivés négociés sur une plate-forme de négociation.

### 1.2.1. Une régulation affinée sur les marchés des matières premières (avec aussi la révision de la Directive Abus de Marché)

#### ■ Avec la révision de la Directive MIF :

- restriction du champ de l'exemption d'agrément pour les entreprises qui interviennent sur les marchés de dérivés de matières premières ;
- obligation de déclaration des positions importantes sur les dérivés de matières premières et la publication des positions importantes agrégées par type d'intervenant ;
- constituer des limites de positions ou des dispositifs à effet équivalent sur les dérivés de matières premières.

#### ■ Avec la révision de la Directive Abus de marché :

- clarification de la définition de l'information privilégiée ;
- traquer l'application du dispositif Abus de marché aux manipulations croisées entre marchés dérivés et marchés physiques sous-jacents.

#### ■ Avec l'entrée en application de MIF II, le 3 janvier 2018, le régime de la Loi bancaire a été remplacé par un nouveau régime dont les principales caractéristiques les suivantes :

- les nouvelles limites de positions s'appliquent à la taille d'une position nette que tout intervenant peut détenir à tout moment sur les dérivés de toute matière première négociée sur des plates-formes de négociation et sur les contrats de gré à gré économiquement équivalents ;

- en plus de déclarations journalières fournies à l'AMF par les plates-formes de négociation, elles devront publier des rapports hebdomadaires contenant les positions agrégées détenues par les différentes catégories de personnes pour les différents instruments financiers dérivés sur matières premières ;
- une exemption pour les intervenants non financiers avec une démarche de notification annuelle d'exemption à l'agrément d'entreprise d'investissement pour les acteurs dont l'activité de négociation est accessoire par rapport à leur activité.

■ **La Directive MIF II introduit un régime de limites applicables aux positions nettes** qu'un intervenant peut détenir à tout moment sur les instruments dérivés de matières premières afin de prévenir les abus de marché.

Deux types de limites sont prévus :

- des limites « spot month », pour les contrats de plus proche échéance ;
- des limites « all other months » pour les positions agrégées sur les contrats des autres échéances.

Ces limites sont fixées par l'AMF et révisables annuellement ou en cas de situation exceptionnelle de marché ou d'incident grave.

#### ■ Des exemptions pour les acteurs non financiers

Ces limites ne s'appliquent pas aux positions détenues par des acteurs non financiers lorsque l'objectif poursuivi par la prise d'une position est de gérer les risques inhérents à leurs activités commerciales.

### 1.2.2. Des obligations différentes selon le lieu d'exécution et le produit traité

La Directive maintient l'exigence de transparence pour les actions mais l'étend aux produits similaires (ETF, certificats...) et aux autres classes d'actifs (produits de taux, dérivés...).

La transparence s'applique à tous les lieux d'exécution. Pour les actions, il y a introduction d'un mécanisme de *cap* afin de limiter les négociations en *dark pools*. La Directive comporte pour les autres classes d'actifs, de nouvelles règles de transparence pré-négociation ainsi que des exemptions possibles (en fonction de la taille de l'ordre, de la liquidité des titres) et de nouvelles exigences post-négociation (obligation de rendre visible les caractéristiques des *deals*).

Elle comporte enfin des obligations d'information sur les coûts et frais à fournir lors de la transaction ou fourniture de service, ou tout au cours de la relation d'affaires.

#### ■ Les coûts pré-négociation

Ils doivent être transmis au client, quel que soit sa catégorisation, dès lors qu'un service d'investissement est fourni :

- clients non-professionnels :
  - frais de structuration,
  - frais de distribution,
  - frais de gestion,
  - frais d'entrée / de sortie ;
- clients professionnels et contreparties éligibles :
  - commissions de courtage,
  - commissions de conseil,
  - coûts de l'analyse financière,
  - frais de tenue de compte,
  - droits de garde.

#### ■ Les coûts post-négociation

Les acteurs de marché et les entreprises d'investissement exploitant une plate-forme de négociation, rendent publics le prix, le volume et l'heure des transactions exécutées qui portent sur des actions, des certificats représentatifs, des fonds cotés, des certificats préférentiels, et autres instruments financiers similaires négociés.

Les règles de transparence post-négociation permettront de vérifier la bonne exécution des ordres aux conditions les plus favorables pour le client.

### 1.2.3. La publication des transactions

- **Transactions effectuées sur une plate-forme de négociation**

Les opérateurs de marché et les entreprises d'investissement exploitant une plate-forme de négociation doivent rendre public le détail de toutes ces transactions en temps réel.

- **Transactions bilatérales effectuées de gré à gré ou sur un internalisateur systématique**

Les entreprises d'investissement qui concluent pour compte propre ou pour le compte de clients, des transactions de gré à gré ou sur un internalisateur systématique, sur les instruments financiers soumis à l'obligation de transparence post-négociation, doivent rendre publics le volume et le prix de ces transactions ainsi que l'heure de leur conclusion. Ces informations sont rendues publiques par l'intermédiaire d'un dispositif de publication agréé immédiatement après la conclusion de la transaction.

### 1.3. Synthèse des enjeux de la Directive MIF II pour les établissements financiers

	BFI**	Sociétés de gestion	Banque privée	Broker-Dealer	CCP**
<b>Infrastructures de marché</b>					
OTF**	X*			X	X
Négociation OTC	X	X	X	X	X
Négociation algorithmique	X	X		X	X
Compensation	X			X	X
<b>Transparence de marché</b>					
Pré-négociation	X			X	
Post-négociation	X	X	X	X	
Reporting au régulateur	X	X	X	X	
<b>Protections des investisseurs</b>					
Classification des clients					X
Information sur les coûts et finances	X	X	X	X	
Conseil en investissement	X	X	X	X	
Inducement	X	X	X	X	
Gouvernance produit	X	X	X		
Best execution	X	X	X	X	

\* X : s'applique à la catégorie

\*\* BFI : Banque de financement et d'investissement / CCP : chambre de compensation centrale / OTF : *organised trading facilities*, systèmes de négociation organisés



## 1.4. Synthèse des champs d'application de MIF II

<b>Instruments couverts</b>	Actions et assimilés (ETF, certificats) Produits dérivés Obligations Produits structurés
<b>Infrastructures de marché</b>	Marchés réglementés Systèmes multilatéraux de négociation (MTF) Système de négociation organisé (OTF) Internalisateurs systématiques
<b>Transparence</b>	Pré-négociation Post-négociation

## 2. LES ACTEURS DANS CE NOUVEAU PAYSAGE DE LA NÉGOCIATION

### 2.1. Objectifs

Une entreprise de marché assure la gestion et le développement d'un marché réglementé et organisé. Dans ce cadre, elle a deux missions principales :

- définir les règles de fonctionnement du marché organisé ;
- organiser les négociations en assurant leur enregistrement et leur transparence.

#### 2.1.1. Historique de l'entreprise de marché Euronext

- 22 septembre 2000 : naissance de la première bourse paneuropéenne Euronext, issue de la fusion des bourses française, belge et néerlandaise
- 2002 : Euronext rachète le LIFFE (*London international financial futures and options exchange*), deuxième marché mondial des produits dérivés (après Eurex)
- 2003 : la bourse du Portugal rejoint Euronext
- 4 avril 2007 : fusion du New York *stock exchange* (NYSE) et d'Euronext donnant naissance à la première bourse transatlantique, NYSE EURONEXT
- 20 juin 2014 : Euronext redevient indépendante après son introduction en bourse

#### 2.1.2. Les attributions d'Euronext

Dans le cadre du Code monétaire et financier, Euronext est, en France, habilitée à :

- définir les conditions d'accès au marché des intermédiaires financiers et à décider l'admission de ses membres ;
- définir les conditions d'admission à la cote des sociétés, à décider leur inscription ou leur radiation, mettre en place les procédures d'introduction et de cotation ;
- définir les règles de fonctionnement du marché<sup>198</sup>, à organiser les négociations en assurant leur enregistrement et leur transparence ;
- décider les suspensions temporaires de cotation ;
- calculer et diffuser l'évolution des indices ;
- diffuser les données de marché de sa propre cote (évolution des cours, volumes traités, etc.).

<sup>198</sup> Ainsi en va-t-il du principe de priorité d'exécution des ordres sur les marchés de titres d'Euronext. Les ordres sont exécutés selon un principe de stricte priorité de prix dans le carnet d'ordres central d'Euronext. Les ordres au même prix sont exécutés suivant un ordre de stricte priorité de temps, à l'exception de certains ordres transitant par le service d'appariement interne.

## 2.2. Les autres acteurs de marché

### 2.2.1. Les opérateurs de système multilatéral de négociation (SMN)

Les systèmes multilatéraux de négociation sont des systèmes qui assurent la rencontre, selon des règles équitables, d'acheteurs et vendeurs d'instruments financiers. Ils ne constituent pas des marchés réglementés mais obéissent en pratique à des obligations de communication et d'information.

Ils peuvent être gérés par :

- un prestataire de services d'investissement, agréé par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution avec approbation par l'AMF d'un programme d'activité ;
- une entreprise de marché, autorisée à cet effet par l'AMF, après présentation d'un dossier comprenant un programme d'activité et les règles de fonctionnement du système.

Il existe deux types de système multilatéral de négociation :

- un **système multilatéral de négociation simple, exploité par un prestataire de services d'investissement**. La gestion du système multilatéral de négociation constitue un simple service d'investissement fourni par un prestataire de services d'investissement dont les obligations et les responsabilités sont moins contraignantes que pour une entreprise de marché ;
- le **système multilatéral de négociation organisé, exploité par une entreprise de marché**. L'entreprise de marché doit obtenir l'agrément de l'AMF comme précisé dans le Règlement général et notamment :
  - rédiger un programme d'activité qui décrit les moyens financiers, humains et techniques mis en œuvre,
  - se soumettre aux obligations relatives aux abus de marché,
  - adresser quotidiennement la liste des ordres exécutés.

### 2.2.2. Les internalisateurs systématiques

Le prestataire de services d'investissement exécute, en interne, les ordres de ses clients après consentement écrit de leur part. Il rapproche donc en interne les ordres d'achat et de vente lorsque les caractéristiques de ces ordres permettent leur exécution immédiate.

Pour être internalisateur systématique, il faut obtenir deux agréments de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution :

- **l'agrément de négociation pour compte propre**. La Directive sur les Marchés d'instruments financiers précise que les ordres des clients sont exécutés face au compte propre de l'intermédiaire en dehors de tout marché réglementé ou de système multilatéral de négociation. L'internalisateur se trouve donc en position de contrepartie systématique face à ses acheteurs puisqu'il ne compense pas les ordres entre eux. Il est donc très exposé à trois types de risques : de contrepartie, de liquidité et de marché. Il exécute en effet des transactions pour des clients en engageant ses propres capitaux ;
- **l'agrément d'exécution pour compte de tiers** puisque l'intermédiaire répond aux ordres des clients. Dans ce cas, il peut rester simple intermédiaire et ne prendre aucun risque mais sera bien moins commissionné.

L'intermédiaire n'a **pas besoin d'un agrément AMF** mais doit se soumettre à un certain nombre d'obligations :

- adresser à l'AMF la liste détaillée des actions pour lesquelles il exerce l'activité d'internalisateur systématique ainsi que la taille des transactions pour lesquelles il propose un prix ;
- respecter les mêmes règles de transparence pré-négociation et post-négociation, d'information<sup>199</sup> et de conservation qu'un système multilatéral de négociation.

Les négociations des dérivés soumis à l'obligation de compensation centrale ne peuvent pas se faire via les systèmes des internalisateurs systématiques.

<sup>199</sup> L'obligation de publication de prix s'applique aux internalisateurs systématiques effectuant des transactions ne dépassant pas la taille standard de marché.

### 2.2.3. Les systèmes de négociation organisés (*Organised trading facilities – OTF*)

La Directive régit les systèmes de négociation organisés (OTF), lesquels portent sur les produits financiers structurés, les obligations et certains produits dérivés.

Les systèmes de négociation organisés doivent garantir des règles et des procédures transparentes pour assurer une négociation équitable, et fixer des critères objectifs pour une exécution efficace des ordres.

L'autorité compétente peut exiger, d'un prestataire de services d'investissement ou un opérateur de marché pour exploiter un système organisé de négociation, une explication détaillée indiquant pourquoi le système ne correspond pas à un marché réglementé, une plate-forme multilatérale de négociation ou un internalisateur systématique.

Les plates-formes de négociation alternatives comprennent :

- toutes les formes organisées d'exécution et de négociation ne correspondant pas aux fonctionnalités ou aux spécifications réglementaires des plates-formes existantes (exemple : *trading swaps*) ;
- les systèmes de confrontation d'ordres (*broker crossing system*) : système d'appariement en interne des ordres.

### 2.2.4. Vue d'ensemble MIF II du nouveau paysage de négociation

Plate-forme multilatérale			Exécution bilatérale	
<b>OTF</b> <b>(système de négociation organisé)</b>  Nouveau concept, limité aux obligations, produits financiers structurés, quotas d'émission et instruments dérivés	<b>SMN</b> <b>(système multilatéral de négociation)</b>  Concept déjà existant	<b>MR</b> <b>(marché réglementé)</b>  Concept déjà existant	<b>Internalisateur systématique (IS)</b>  Concept déjà existant, mais révisé de manière substantielle	<b>Gré à gré (« pur » OTC)</b>  MIF II resserre considérablement les activités de gré à gré – <i>ad hoc</i> , occasionnel, peu fréquent
Obligation de négociation pour les actions				
Obligation de négociation pour instruments dérivés soumis à l'obligation de compensation, négociés sur au moins une plate-forme de négociation et suffisamment liquides			Les instruments dérivés déclarés soumis à l'obligation de négociation ne peuvent pas être négociés de gré à gré ou via des internalisateurs systématiques	
Obligations de transparence pré-négociation				
Obligation de transparence post-négociation				

Source : AMF

## 2.3. Les prestataires de services d'investissement

Les prestataires de services d'investissement sont des acteurs des marchés. Tout particulièrement, **les négociateurs** (*brokers*) transmettent les ordres de leurs clients pour exécution ou négocient pour compte propre. (Voir les détails dans le Chapitre 1, *L'organisation de place et les associations professionnelles*.)

### 3. LES DIFFÉRENTS MARCHÉS

Il y a plusieurs catégories de classement des marchés boursiers.

#### 3.1. Classement en fonction du degré de réglementation

- **Marché réglementé** : c'est un marché géré par une entreprise de marché, comme Euronext, qui doit obtenir l'agrément de l'AMF sur ses conditions de fonctionnement et d'informations des investisseurs<sup>200</sup>. Il offre certaines garanties aux investisseurs.
- **Marché non réglementé** : les obligations de diffusion d'information sont allégées par rapport au marché réglementé (exemple : Euronext Growth, – ex-Alternext – en France, géré par Euronext).
- **Marché organisé** : existence d'une chambre de compensation qui garantit la bonne fin des opérations et de règles standardisées mises en place par l'entreprise de marché<sup>201</sup>. Il est régulé et surveillé mais pas nécessairement réglementé.
- **Marché de gré à gré** (OTC, *over the counter*) : les transactions sont libres et sans obligation d'information légale spécifique. Ce type de marché n'assure pas la protection des actionnaires minoritaires<sup>202</sup>.

Formulé autrement, les différents marchés peuvent se classer comme indiqué dans le tableau ci-dessous.

	Réglementé	Non réglementé
Organisé	• Euronext (actions, obligations, <i>trackers</i> )	• SMN organisé : Euronext Growth (ex-Alternext), BondMatch
Non organisé	• Titres de créances négociables	• SMN : Euronext Access (ex-Marché libre) • Internalisateurs systématiques • Contrats financiers (produits dérivés) • Devises

Les instruments financiers traités de gré à gré sont nombreux, puisqu'ils peuvent être traités librement entre deux contreparties. Il suffit donc que les deux intervenants soient d'accord sur les modalités de l'opération pour traiter. Ils rédigent alors un contrat qu'ils signent conjointement.

Enfin, en France, il existe un **système multilatéral de négociation (SMN), non réglementé, Euronext Access (ex-Marché libre)**, qui affiche les prix de négociation mais pour lequel l'AMF exige un prospectus simplifié lors de la première transaction et un rapport annuel. Il concerne principalement les petites et moyennes entreprises qui ne sont pas admises sur le marché réglementé.

#### ■ Création d'une filiale consacrée aux petites et moyennes entreprises (PME) et aux entreprises de taille intermédiaire (ETI) : EnterNext

Le 23 mai 2013, Euronext a créé une filiale, **EnterNext, dédiée aux financements et à la promotion des PME et ETI**.

EnterNext accompagne des dirigeants de PME et ETI afin de faciliter leur accès aux marchés financiers. Les équipes d'EnterNext ont essentiellement vocation à promouvoir auprès des PME et ETI les offres et les services offerts par le groupe Euronext et à fédérer l'ensemble des acteurs qui accompagnent ces entreprises : intermédiaires, analystes financiers, investisseurs, conseils.

#### ■ Création d'une nouvelle plate-forme électronique Euronext Expert Market

Cette plate-forme est consacrée à la négociation de titres non cotés c'est-à-dire actions, certificats immobiliers, obligations, bons de caisse.

Créée le 9 décembre 2014, cette plate-forme, basée sur la technologie UTP (*Universal trading platform*) d'Euronext, offre un moyen sûr et transparent de traiter sur les titres non cotés par le biais d'un système d'adjudications hebdomadaires (chaque mardi).

<sup>200</sup> En France, l'autorité compétente pour accorder le statut de marché réglementé est le ministre en charge de l'Économie sur proposition de l'Autorité des Marchés Financiers. Un marché réglementé est un système multilatéral exploité et/ou géré par une entreprise de marché (société commerciale) doté des règles de fonctionnement et d'admission très précises.

<sup>201</sup> Les marchés à terme relèvent de cette catégorie, ils permettent d'effectuer ultérieurement une transaction à un prix fixé aujourd'hui.

<sup>202</sup> Le Règlement MIFIR interdit les négociations régulières des actions sur un marché de gré à gré.

Cette plate-forme est considérée comme un système multilatéral de négociation (MTF) et c'est le premier marché de cette sorte en Europe à avoir été mis en place par une bourse.

#### ■ Les nouvelles plates-formes de négociation d'obligations d'entreprises

Depuis 2011, de nouvelles plates-formes de négociation ou SMN (systèmes multilatéraux de négociation) ont essayé sans succès d'animer la liquidité des obligations d'entreprises, telles BondMatch d'Euronext et Galaxy de TradingScreen.

### 3.2. Classement en fonction de la diffusion des titres

- **Marché primaire ou marché de l'émission** où sont admises toutes les nouvelles valeurs lors des introductions en bourse ou augmentation de capital.
- **Marché secondaire ou marché d'échanges de titres** où sont négociées et exécutées les transactions sur des valeurs cotées dont le cours varie en fonction de l'offre et de la demande.

### 3.3. Classement en fonction du principe de détermination des cours

- **Marché dirigé par les ordres** : le cours résulte de la confrontation dans un carnet d'ordres électronique des prix acheteurs et vendeurs. Il n'y a aucune négociation entre eux.
- **Marché dirigé par les prix** : les prix résultent de la fourchette prix achat / vente proposée à l'investisseur par un teneur de marché (*market-maker*). La négociation entre eux sur cette fourchette donnera lieu à la conclusion d'un prix.
- **Marché mixte ou hybride** : le marché des produits de taux est, à la fois, gouverné par les ordres pour les opérations des particuliers et gouverné par les prix pour les opérations de montants importants des institutionnels.

### 3.4. Le marché des matières premières

#### 3.4.1. Définition

Sur les marchés, s'échangent aussi des matières premières issues de ressources naturelles et qui seront transformées par les industriels.

Le marché des matières premières est dématérialisé. Il comprend trois catégories :

- les métaux précieux (or, argent...) ;
- les énergies fossiles (pétrole...) ;
- les matières premières agricoles (blé, cacao...).

Elles sont négociées en grande quantité sur différentes places financières. Leurs cours connaissent de très importantes fluctuations. Ces marchés offrent aussi la possibilité de se couvrir contre des risques d'évolutions défavorables des cours des matières premières.

#### 3.4.2. Les principaux marchés de matières premières

##### ■ Aux États-Unis

- Le *Chicago board of trade* (CBOT), entité du *Chicago mercantile exchange group* où sont négociés, parmi d'autres instruments financiers, des matières premières agricoles (blé, maïs, soja) ;
- le *New York mercantile exchange* (NYMEX), racheté par le *Chicago mercantile exchange* et spécialisé dans l'énergie et les métaux ;
- le *New York commodity exchange* (COMEX), place financière spécialisée dans l'énergie et les métaux ;
- l'*Intercontinental exchange*, spécialisé dans les produits dérivés sur des matières premières agricoles (cacao, café, sucre, coton, céréales) ainsi que sur les énergies fossiles et les métaux précieux.

## ■ Au Royaume-Uni

- Le London *metal exchange* (LME) où se négocient les métaux non ferreux (aluminium, cuivre, étain, nickel, zinc) ;
- le London *bullion market association* (LBMA) pour les métaux précieux.

### 3.4.3. Les supports d'investissement

Les investissements sur les matières premières peuvent être effectués à travers plusieurs supports :

- des OPCVM spécialisés sur les matières premières ;
- des *exchange traded commodities* répliquant le cours des matières premières ;
- des produits dérivés (warrants, certificats, contrats sur différences...) sur les différents sous-jacents.

Les intervenants sur ces marchés peuvent être des industriels, des financiers ou des spéculateurs.

## 3.5. La réglementation applicable : l'encadrement des dérivés sur matières premières et les limites de positions

La régulation des dérivés sur matières premières a évolué avec la Directive MIF II en établissant au niveau européen un régime de limites de positions et des nouvelles exigences en matière de déclaration.

### 3.5.1. Les limites de positions sur les dérivés de matières premières

Elles s'appliquent à la taille d'une **position nette** que tout intervenant peut détenir à tout moment, sur les dérivés de toute matière première négociée sur des plates-formes de négociation et sur les contrats de gré à gré économiquement équivalents.

Afin d'établir si leur activité de négociation est accessoire par rapport à leur activité principale, les entités non financières qui effectuent des transactions sur matières premières doivent respecter un ratio qui compare la taille de l'activité de négociation spéculative à l'activité principale de l'entité.

L'AMF peut modifier les limites de position notamment en cas de situation exceptionnelle de marché ou d'incident grave.

### 3.5.2. Les nouvelles déclarations

Outre leurs déclarations journalières à l'AMF, les plates-formes de négociation doivent publier des rapports hebdomadaires contenant les positions agrégées détenues par les différents intervenants pour l'ensemble des instruments financiers dérivés sur matières premières.

## 3.6. Les marchés réglementés de quotas d'émission de gaz à effet de serre

### 3.6.1. Définitions

Ces marchés ont pour objet dans la ligne du protocole de Kyoto de diminuer l'émission de gaz à effet de serre dans l'atmosphère en recourant aux mécanismes du marché. Ce sont des marchés réglementés.

Le marché du carbone est un marché de négociation et d'échange des droits d'émission de gaz à effet de serre.

La réglementation relative aux marchés réglementés est applicable à ce marché.

### 3.6.2. Régulation des marchés réglementés de quotas de gaz à effet de serre

Au niveau français, la régulation est assurée par l'Autorité des marchés financiers et la Commission de régulation de l'énergie. Au plan européen, elle est confiée à l'Agence de coopération des régulateurs d'énergie (*Agency for the cooperation of energy regulators* – ACER).

### 3.6.3. Les plates-formes du marché carbone

On recense deux principales plates-formes de marché carbone :

- *European climate exchange ECX*, à Londres ;
- *European energy exchange, EEX*, filiale d'EUREX à Leipzig.

## 4. LES MODES DE NÉGOCIATIONS

Le mode de négociation et de règlement des transactions est le même pour tous les marchés au comptant.

Toutefois, un service de règlement différé (SRD) est proposé par les intermédiaires.

### 4.1. Le règlement au comptant

Les espèces et les titres sont échangés dès la négociation en fonction des règles techniques de chaque système de règlement-livraison. Le donneur d'ordre doit être en mesure d'honorer ses obligations (ex. : provision *cash* pour un achat et titres pour une vente).

Depuis le 6 octobre 2014, le nouveau cycle de règlement-livraison (différence entre la date de négociation et celle du règlement) est passé de trois à deux jours ouvrés. (Pour plus de détails, cf. Chapitre 10, *L'organisation des activités post-marché, le règlement-livraison, la compensation, la réglementation européenne*, paragraphe 3.2.4.)

### 4.2. Le service de règlement différé

Il offre au client la possibilité de différer une ou plusieurs opérations de règlement-livraison à la fin du mois boursier. Il s'agit d'un service de crédit.

Ce n'est pas un service automatique. L'intermédiaire peut le refuser à son client. Il porte sur les valeurs remplissant des critères cumulatifs de taille et de liquidité (capitalisation boursière minimum de 500 millions d'euros, volume d'échanges quotidiens supérieur à 500 000 euros).

Il doit répondre à des règles de couverture déterminées par Euronext (de 20 à 40 % par opération). L'intermédiaire « porte » pour son client le règlement ou la livraison au comptant, c'est-à-dire qu'il assure le financement du différentiel entre l'opération au comptant et le règlement-livraison en fin de mois. Il se rémunère en conséquence (commission). Le client peut demander à l'intermédiaire un **report**, c'est-à-dire la prorogation de sa position d'un mois sur l'autre, sur la base d'un cours de référence.

### 4.3. Les ventes à découvert

#### ■ Le Règlement européen

Le Règlement européen sur les ventes à découvert (*short selling*) entré en application le 1<sup>er</sup> novembre 2012, repose sur trois dispositions principales :

- l'instauration d'un régime européen de transparence des ventes à découvert ;
- le durcissement des exigences de localisation des titres vendus à découvert afin de prévenir les défauts de livraison ;
- l'interdiction d'acheter des *Credit default swaps* (CDS) qui ne couvriraient pas une exposition sous-jacente.



## ■ Les modalités

- Obligation de déclaration d'une position courte nette égale ou supérieure à 0,2 % du capital d'une société dont les actions sont admises à la négociation d'un marché européen.
- Dès que cette position est supérieure à 0,5 % du capital, l'autorité compétente rend publique cette information.

## ■ Les exemptions

Elles concernent toutes les transactions effectuées dans le cadre d'une activité de tenue de marché ou en tant que spécialiste en valeurs du Trésor, à condition que l'AMF en ait été notifiée au préalable.

## 4.4. Les marchés à terme ou marchés dérivés

Sur les marchés dérivés, le règlement est différé dans le temps. Les échéances les plus courtes sont en général mensuelles. Cependant, afin d'offrir une protection contre la défaillance de la contrepartie, les marchés à terme organisés obligent les deux parties au règlement quotidien de la marge sur les opérations en cours.

## 5. LES STANDARDS INTERNATIONAUX D'IDENTIFICATION DES ACTEURS ET DES INSTRUMENTS FINANCIERS

### 5.1. Le code ISIN (*International securities identification number*)

Créée en 2001, cette norme internationale oblige à attribuer un code unique aux instruments financiers échangés sur des systèmes de négociation.

L'Organisation internationale de normalisation (ISO) a désigné l'*Association of national numbering agencies* (ANNA) comme autorité en la matière.

L'attribution de ce code a été une étape importante dans la normalisation internationale des marchés financiers. Elle permet de faciliter, au jour le jour, les échanges transfrontaliers.

## ■ Les titres financiers concernés

Les contrats financiers comme les options, *futures* ou *swaps* ne sont pas concernés par ce standard.

**L'immatriculation unique concerne les instruments financiers** : actions et assimilés, obligations, OPC, instruments du marché monétaire, warrants...

## ■ La structure du code ISIN

Le code ISIN est composé de 12 caractères alphanumériques :

- **les 2 premières positions alphabétiques désignent le pays d'émission** et non de cotation de l'instrument financier (par exemple, FR, pour France). Par exception, les titres immatriculés directement par les dépositaires centraux Euroclear et Clearstream ont pour préfixe unique les lettres « XS » quel que soit le pays d'émission et de cotation ;
- **les 9 positions numériques suivantes représentent le code de l'instrument financier** lui-même ;
- **la dernière position numérique** constitue la clé du code.

## ■ La mention du code ISIN

Ce code est mentionné sur de nombreux supports ; tous les avis d'opéré (voir dans ce chapitre, *La typologie des ordres et leur traitement sur les marchés organisés*), les carnets d'ordres, les portefeuilles, les sites Internet boursier...

En France, l'attribution des codes ISIN est effectuée par l'Agence française de codification qui est sous la responsabilité d'Euroclear France.



## 5.2. Le *Legal entity identifier*, code international unique d'identification

En 2012, le G20 a décidé de la création d'un identifiant unique qui identifierait de manière générale les deux contreparties d'une transaction financière.

Les travaux ont été coordonnés par le Conseil de stabilité financière. Celui-ci a instauré un **système mondial d'identifiants des entités juridiques** (banques, dépositaires centraux, chambres de compensation, sociétés de gestion, etc.) impliquées dans les transactions financières.

Le champ d'application du LEI s'est progressivement élargi. Le **LEI est devenu obligatoire** pour toutes les transactions portant sur **des instruments financiers cotés en bourse**.

(Voir dans ce chapitre, *Les obligations de transparence pré- et post- négociation, le Legal entity identifier*.)

## Pour aller plus loin

- Le site Internet d'Euronext, [www.euronext.com](http://www.euronext.com)
- Le site Internet de l'AMF, [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)
- AMF, Règlement général, Livre VII « Marchés réglementés admettant à la négociation des quotas d'émission »
- Le dictionnaire permanent de l'épargne et des produits financiers, Les Éditions législatives



# LA TYPOLOGIE DES ORDRES ET LEUR TRAITEMENT SUR LES MARCHÉS ORGANISÉS, SÉANCE DE BOURSE À PARIS ET COTATIONS

## 1. LA TYPOLOGIE DES ORDRES ET LEUR TRAITEMENT SUR LES MARCHÉS ORGANISÉS

Sur la Place de Paris, la séance de bourse se déroule en plusieurs étapes :

- 7 h 15 à 9 h : préouverture au cours de laquelle on note sur la feuille de marché tous les ordres de bourse ;
- entre 9 h et 9 h et 30 secondes : ouverture à un moment choisi au hasard de la bourse avec détermination d'un prix d'ouverture pour chaque titre. Ce prix d'ouverture, aussi appelé *fixing*, permet l'échange du plus grand nombre de titres ;
- 9 h à 17 h 30 : le marché fonctionne en continu : tout nouvel ordre entraîne une nouvelle cotation ;
- 17 h 30 à 17 h 35 : pré-clôture au cours de laquelle les ordres sont stockés dans le carnet d'ordres afin de pouvoir calculer un prix de clôture ;
- entre 17 h 35 et 17 h 35 et 30 secondes : clôture, à un instant choisi au hasard, avec un *fixing* qui permet de déterminer le prix de clôture.

L'instauration de plages horaires de fixation des prix d'ouverture et de clôture vise à éviter les manipulations des cours d'ouverture et de clôture.

À Euronext Paris, le système détermine un prix d'équilibre c'est-à-dire, le prix qui maximise le volume de titres échangés) au *fixing* d'ouverture et au *fixing* de clôture.

En phase de préouverture, Euronext diffuse au fil de l'eau un cours prévisionnel d'ouverture. Durant la période *Trading at last* (TAL), les exécutions se font au cours de clôture du marché.

Depuis fin 2009, les cotations sur Euronext se font via le système américain *Universal trading platform* (UTP).

### 1.1. Les mentions obligatoires d'un ordre de bourse

- Le sens de l'opération, achat ou vente.
- Le nom de la valeur, indiqué avec précision pour éviter les erreurs d'interprétation.
- La nature des titres (actions ordinaires, actions de préférence, obligations, titres composés...).
- Le code ISIN<sup>203</sup> de la valeur.
- Le nombre de titres à négocier.
- La durée de validité de l'ordre sur les marchés au comptant et pour quasi tout type de système de négociation.

Il existe cinq types de limites différentes mais de nombreux intermédiaires proposent aussi des validités correspondant à leurs normes internes :

- **Validité « jour »** : cet ordre n'est valide que pour la journée en cours. Il sera éliminé en cas de non-exécution. Sans indication de délai, c'est la durée de validité qui est appliquée par défaut.
- **Validité « à date déterminée »** : l'ordre restera dans le carnet jusqu'à la date indiquée (maximum 365 jours) sauf exécution ou annulation du donneur d'ordres.
- **Ordres à révocation sur une année glissant** : l'ordre reste dans le carnet pendant 365 jours sauf exécution ou annulation.

<sup>203</sup> ISIN : *International securities identification number*.

- **Validité « période *intra day* »** : l'ordre est valable pour une période spécifique de la journée de négociation ou jusqu'à une certaine heure dans la journée de négociation.
- **Validité au *fixing*** : l'ordre est valable pour le prochain *fixing*.

Lors des introductions en bourse et dans le cadre de l'offre à prix ouvert, la quasi-totalité des ordres, particuliers ou professionnels sont révocables.

## 1.2. Les types d'ordres

### 1.2.1. Ordres destinés aux particuliers

Typologie des ordres	Fonction	Exécution	Caractéristiques
<b>Ordre à cours limité</b> Comporte un prix achat plafond et un prix de vente plancher.	Permet de maîtriser le prix d'exécution.	L'exécution est subordonnée à une contrepartie suffisante sinon l'exécution est partielle.	Ordre le plus familier et le plus utilisé. Permet de se protéger contre les fluctuations du marché.
<b>Ordre à la meilleure limite « au prix du marché »</b> Sans limite de prix.	Permet d'obtenir le meilleur prix disponible à l'achat ou à la vente dès l'arrivée de l'ordre sur le marché.	L'exécution peut être partielle. Le solde est traité comme un ordre « à cours limité » à la meilleure limite d'exécution.	Aucune maîtrise du cours. À utiliser pour des valeurs liquides.
<b>Ordre au marché</b> Sans limite de prix et prioritaire sur celles « à meilleure limite » et « à cours limité ».	Permet d'acheter ou de vendre sans condition de prix au meilleur prix (pour solder une position par exemple).	Exécution totale dès qu'il y a une cotation de la valeur. Sinon pour la quantité non exécutée le cours se voit « réservé » sous la mention MO et devient un cours limite.	Ordre prioritaire pouvant provoquer des décalages de cours. À utiliser pour des valeurs liquides.
<b>Ordre à seuil de déclenchement « ordre stop »</b> Fixer un cours d'achat en dessous duquel l'opération ne peut se faire (ou au-dessus duquel la cession ne peut se faire).	Permet de positionner un ordre à un cours déterminé qui est activé dès que le seuil de déclenchement fixé est atteint ou dépassé.	Exécution totale s'il y a une cotation après que le seuil de déclenchement a été coté ou dépassé. Certitude d'être exécutée mais aucune maîtrise du prix d'exécution.	<b>Ces ordres sont utiles pour se positionner sur le marché ou s'en dégager en cas de renversement de tendance<sup>204</sup>.</b>
<b>Ordre à plage de déclenchement ou <i>stop limit</i></b> Équivaut à un ordre stop dans une fourchette de cours.	Permet de positionner un ordre à double limite qui n'est activé qu'entre les deux limites fixées.	Exécution partielle ou totale selon la quantité de titres disponible. Toutefois, on évite d'acheter trop cher ou de vendre trop bon marché.	

### 1.2.2. Les ordres spécifiques

- **L'ordre soignant** permet à l'intermédiaire une certaine liberté dans l'exécution des ordres, éventuellement sur plusieurs séances.
- **L'ordre à prix moyen pondéré ou ordre VWAP (*value weighted average price*)** : l'entreprise de marché calcule le VWAP de référence correspondant à une période de temps échue (par exemple, le VWAP entre 9 h et 12 h).

Les membres du marché obtiennent, en consultant Euronext, le VWAP de référence correspondant à une période de temps échue de la journée de négociation et peuvent convenir avec leurs clients d'effectuer une transaction à un prix se situant à plus ou moins 1 %, bornes incluses, du cours VWAP.

<sup>204</sup> Durant les périodes d'accumulations des ordres, ces deux types d'ordres ne participent pas à la formation théorique du cours.

- **L'ordre indexé (PEG)** : un ordre indexé est un ordre d'achat ou de vente d'une certaine quantité de titres, qui une fois émis et accepté par le marché, s'affiche sur le carnet d'ordres au meilleur cours limité disponible. Il s'ajuste automatiquement en fonction de la variation de ce cours.
- **Les ordres iceberg** : seule une partie des ordres est affichée en carnet. Lorsque cette quotité est exécutée, une nouvelle quotité apparaît automatiquement dans le carnet à la même limite, jusqu'à exécution totale afin de limiter l'impact de marché.

#### ■ Les ordres groupés

Ce sont des ordres cumulés d'achat ou de vente pour une même valeur, passés par un gestionnaire de portefeuille qui s'appuie sur les mandats de gestion de plusieurs clients.

Le groupement des ordres est interdit par l'AMF, sauf si la société de gestion prouve que son fonctionnement ne lèse aucun des clients concernés. Ils doivent être identifiés par un code spécifique lors de leur saisie.

**Le gérant a l'obligation de pré-affecter ou de répartir les quantités par portefeuille avant d'envoyer sa transaction** afin d'éviter les conflits d'intérêts, c'est-à-dire être tenté de privilégier un client plutôt qu'un autre au vu du cours d'exécution.

**En cas d'exécution partielle de l'ordre groupé, une répartition équitable entre les clients concernés doit être appliquée.**

### 1.3. L'organisation des échanges

Les établissements doivent diriger les ordres de leurs clients vers le système qui offrira les meilleures conditions d'exécution. Il s'agit de la *best execution* (cf. le Chapitre 6, *La politique d'exécution des ordres aux conditions les plus favorables*).

#### ■ Modalités de transmission des ordres

**Le prestataire choisit le(s) canal (canaux) d'exécution de l'ordre de son client**, en fonction de ses caractéristiques (bourse traditionnelle, plate-forme alternative, traitement en interne ou combinaison).

Les entreprises d'investissement, membres d'une bourse organisée, doivent accepter tous les ordres conformes.

Les ordres sont transmis par les établissements de crédit vers les entreprises d'investissement à travers un système de routage. Ils peuvent être transmis par d'autres moyens, par exemple téléphone avec confirmation écrite.

#### ■ Le carnet d'ordres

Dans un carnet d'ordres, les ordres sont toujours classés par limites de prix :

- de façon décroissante à l'achat ;
- de façon croissante à la vente.

Les ordres sont exécutés **en priorité en fonction du prix** puis pour un même prix en fonction de l'horodatage. C'est la règle FIFO (*First in, first out*) qui s'applique alors.

#### ■ Rappels :

- **Sur un marché dirigé par les ordres** : le cours résulte de la confrontation dans un carnet d'ordres électronique des prix acheteurs et vendeurs. Il n'y a aucune négociation entre eux.
- **Sur un marché dirigé par les prix** : les prix résultent de la fourchette prix achat/vente proposée à l'investisseur par un teneur de marché (*market-maker*). La négociation entre eux sur cette fourchette donnera lieu à la conclusion d'un prix.
- **Sur un marché mixte ou hybride** : le marché des produits de taux est, à la fois, gouverné par les ordres pour les opérations des particuliers et gouverné par les prix pour les opérations de montants importants des institutionnels.

## 1.4. La cotation

Dans les systèmes de cotation, la négociation des ordres peut se réaliser de deux manières, soit :

- par confrontation ou **appariement en continu** des ordres de sens opposé ;
- **par fixing, c'est-à-dire une confrontation globale à une heure fixée** après une période d'accumulation des ordres entrants dans le carnet.

### ■ La cotation en continu

La cotation se fait **en continu pour les valeurs très liquides**, grâce à un système de cotation assistée par informatique.

Euronext a instauré des seuils de réservation qui permettent de suspendre une cotation dans des cas qui pourraient conduire à de fortes fluctuations par rapport à un cours de référence (seuil de + ou - 10 % en général, sur une durée de quelques minutes).

La suspension de cotation entend protéger le titre et garantir la bonne circulation d'une information, à un moment donné, à l'ensemble des investisseurs.

### ■ La cotation au fixing

La cotation des petites **valeurs, moins liquides, se fait au fixing**. Le carnet d'ordres est géré en continu, suivant les horaires d'ouverture, la confrontation des ordres s'effectuant uniquement une ou deux fois par jour selon le marché. Le *fixing* est un cours qui permet de satisfaire le plus grand nombre d'ordres en présence.

Chaque marché applique ses horaires de pré-ouverture, d'ouverture, de clôture et de post-clôture.

## 1.5. L'information du client, l'avis d'opéré

À chaque opération affectant la situation du compte, un avis d'opéré est adressé à son titulaire.

L'avis d'opéré comporte les renseignements suivants :

- numéro de compte du client ;
- dénomination du marché ;
- valeur négociée (ainsi que son code ISIN) ;
- sens de l'opération (achat ou vente) ;
- quantité de titres négociés ;
- date d'exécution et cours d'exécution ;
- indication spécifique dans le cas d'une opération de contrepartie ;
- montant brut de l'opération ;
- frais et taux prélevés par l'intermédiaire (courtage, TVA) ;
- montant net de l'opération à débiter ou à créditer.

Lorsque le client est intervenu sur les marchés dérivés, d'autres informations apparaîtront. Notamment :

- actif sous-jacent ;
- prix d'exercice ;
- échéance ;
- prime (*premium*) ;
- ouverture ou clôture du contrat...

### ■ Remarque

Si une erreur s'est produite dans l'exécution d'un ordre, le client doit en informer son intermédiaire dès réception de l'avis d'opéré.

Toute réclamation, pour être valable, doit être formulée en principe avant la bourse du lendemain.

Une mention spéciale rappelle en général cette prescription sur le papier à lettre et les avis d'opéré.

## 2. LES TYPES D'ORDRES SUR LES MARCHÉS DE TAUX

### ■ Le marché de taux réglementé et organisé

En France, le marché obligataire réglementé et organisé est géré par Euronext.

Il est scindé en deux compartiments :

- celui réservé aux institutionnels dans lequel se trouvent des titres d'État et des titres de dette privée ;
- l'autre, pour les particuliers, où se négocient des OAT, ouvert depuis 2006. Les OAT ont en permanence un cours représentatif de l'offre et de la demande.

Dans les deux compartiments, les types d'ordres sont identiques à ceux du marché actions.

Le pourcentage de transactions passées par des particuliers sur ce marché obligataire est très marginal, à peine 3 % des ordres.

### ■ Les marchés de taux de gré à gré

La quasi-totalité des négociations sur les produits de taux, de titres de créances négociables et obligations, se réalise sur les marchés de gré à gré. On peut dire que c'est un marché de « gros » sur lequel s'échangent d'importants blocs de titres.

Ces marchés sont animés par des négociateurs d'instruments financiers (*traders*) des teneurs de marché (*market-makers*) dont les fourchettes de prix, achat / vente (*bid / ask*) sont affichées par les diffuseurs de données comme Reuters et Bloomberg (voir dans ce chapitre, *Les sources de données*). Les investisseurs institutionnels viennent alors « taper » cette fourchette pour effectuer une négociation.

Il existe des plates-formes électroniques privées de négociation, notamment EURO-MTS détenue à parts égales par le London *stock exchange* (LSE) et la Borsa Italiana.

## 3. LES TYPES D'ORDRES SUR LES MARCHÉS DÉRIVÉS

### 3.1. Les marchés dérivés organisés ou listés

Les types d'ordres proposés sont les suivants :

- l'**ordre à cours limité** (voir détails *supra* dans *Les ordres de bourse des marchés actions*) ;
- l'**ordre au marché**, (*idem*) ;
- l'**ordre au cours d'ouverture**. Il est dit « à cours touchés ». Il est exécuté en fonction des soldes disponibles selon la règle « premier entré, premier servi » (FIFO). Il n'est pas prioritaire et passera en dernier. Cet ordre, sans limite de prix, est aussi nommé « à cours limite au cours d'ouverture ». En cas d'exécution partielle ou de non-exécution, il reste en attente dans le carnet d'ordres et à sa limite.

### 3.2. Les marchés dérivés de gré à gré (OTC)

Comme pour tous les marchés de gré à gré, ce sont des teneurs de marché (*market-makers*) qui proposent leurs fourchettes de prix achat / vente, bases de discussion avec les investisseurs institutionnels pour arriver à un prix négocié.

Les marchés de dérivés OTC étaient par nature des marchés très souples puisque non soumis à des règles de marché particulières. Mais ces marchés étaient aussi porteurs d'un fort risque de contrepartie dans la mesure où ils n'étaient pas garantis par une chambre de compensation et où le volant des transactions sur dérivés OTC était quasiment impossible à évaluer. **La mise en place du Règlement européen *European market infrastructures regulation* (EMIR) a imposé aux contreparties financières deux nouvelles obligations :**

- une déclaration à des référentiels centraux (*trade repositories*) par les deux contreparties à la transaction sur dérivés OTC standardisés ou non ;
- l'obligation de passer par une chambre de compensation pour toutes les transactions effectuées sur les dérivés OTC standardisés.

(Se reporter au Chapitre 7, *Les principaux produits dérivés (types et utilisations)*, pour le détail sur la nature des contrats de dérivés et au Chapitre 10, *L'organisation des activités du post-marché, le règlement-livraison, la compensation*, pour la compensation sur les marchés dérivés et les obligations de *reporting* sur les dérivés OTC.)

## Pour aller plus loin

- Site Internet d'Euronext, [www.euronext.com](http://www.euronext.com)
- Dictionnaire permanent de l'épargne et des produits financiers, Les Éditions législatives



# LES OBLIGATIONS DE TRANSPARENCE PRÉ- ET POST-NÉGOCIATION, ATTRIBUTION DU *LEGAL ENTITY IDENTIFIER*

## 1. L'IMPACT DE LA VERSION 2 DE LA DIRECTIVE SUR LES MARCHÉS D'INSTRUMENTS FINANCIERS (MIF II)

La Directive MIF II, en vigueur en Europe depuis le 3 janvier 2018, impose de nouvelles règles sur tous les produits en matière de *reporting* des transactions et de transparence pré-négociation et post-négociation.

### 1.1. Données de marché et *reporting* des transactions

- Établir un cadre pour un *reporting* consolidé : par étapes (en 2018 pour les actions et en 2020 le reste des instruments financiers).
- *Reporting* aux régulateurs : les régulateurs doivent avoir connaissance de toute transaction sur instrument financier (incluant les négociations de gré à gré) via les places de négociation ou les systèmes électronique de négociation agréés.
- La facturation des données de marché doit être faite sur une base raisonnable.
- Obligation de séparer les données pré-négociation (donner les cinq meilleurs prix et les quantités) des données post-négociation (prix réels des transactions et les prix moyens).

### 1.2. Protection des investisseurs

Dans la seconde version de la Directive, la classification des clients (client non professionnel, client professionnel ou contrepartie éligible) reste dans une large mesure inchangée. Néanmoins, MIF II renforce l'obligation pour les contreparties éligibles d'agir honnêtement, de manière juste et professionnelle et de reporter périodiquement.

- Classification des clients : les autorités publiques (par exemple : municipalités, pouvoirs publics locaux) ne seront plus systématiquement classées comme clients professionnels ou contreparties éligibles.
- Gouvernance des produits : besoin de connaissance et expérience sur le produit ou service commercialisé, évaluer la situation financière du client notamment sa **capacité à subir des pertes**.
- Tests appropriés et adéquation des produits aux profils des clients. Les entreprises d'investissement devront informer leurs clients de leur stratégie d'investissement, risques...
- *Best execution* : les entreprises d'investissement devront fournir suffisamment de détails par rapport à leur politique d'exécution et les rendre public.
- Services liés : les entreprises d'investissement devront informer leurs clients s'ils peuvent acheter divers composants d'un service de manière séparée, en fournissant les détails sur les coûts de chacun des composants.

## 2. LES OBLIGATIONS DE TRANSPARENCE

### 2.1. Obligations de transparence pré-négociation

La Directive sur les Marchés d'instruments financiers (MIF) avait obligé les intermédiaires financiers à communiquer les informations relatives aux transactions (prix, volume, heure de la transaction). La version 2 de la Directive étend les obligations de transparence pré-négociation et post-négociation à toutes les classes d'actifs. Jusqu'alors seules les actions étaient concernées.

Ces règles de transparence pré-négociation sont applicables aux différents modes de négociation. Les systèmes multilatéraux de négociation et les marchés réglementés doivent publier les mêmes informations. **Cette transparence est étendue à toutes les plates-formes de négociation** incluant les internalisateurs systématiques afin de limiter le *trading* sur les *dark pools*<sup>205</sup>.

## 2.2. Un régime unifié entre marchés réglementés et systèmes multilatéraux de négociation (SMN) pour les actions

Les règles de transparence applicables aux marchés réglementés et aux systèmes multilatéraux de négociation sont harmonisées uniquement pour les actions admises à la négociation sur un marché réglementé et non sur l'ensemble des instruments financiers.

### ■ Les informations publiées par les marchés et les systèmes multilatéraux de négociation dépendent du type de modèle de marché

(Voir les définitions dans ce chapitre, *Les lieux et modes d'exécution des ordres*)

Système dirigé par les ordres	Système dirigé par les prix	Système hybride
<ul style="list-style-type: none"><li>• Les cinq meilleures limites à l'achat et à la vente.</li><li>• La quantité de titres et nombre d'ordres pour chaque limite.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Le meilleur prix à l'achat et à la vente de chaque teneur de marché.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Information au moins équivalente, compte tenu de la spécificité du modèle de marché.</li></ul>

### ■ Les dérogations à l'obligation de transparence avant la négociation sont autorisées :

- selon le modèle de marché ;
- le type d'ordres<sup>206</sup> ;
- ou, s'il s'agit de transactions pré-négociées entre l'intermédiaire et son client.

## 2.3. Régime particulier pour les internalisateurs systématiques

### 2.3.1. Des obligations de transparence limitées aux actions liquides

Deux critères permettent de qualifier les actions comme liquides : le titre est négocié quotidiennement et le flottant est supérieur ou égal à 500 millions d'euros.

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

Ce n'est pas parce qu'un titre est considéré comme liquide qu'un prestataire de services d'investissement est nécessairement internalisateur systématique sur ce titre.

Un internalisateur systématique choisit la liste des valeurs pour lesquelles il intervient et devra afficher cette liste.

### ■ L'affichage de prix fermes

Les internalisateurs systématiques ont l'obligation :

- d'afficher pour leur liste d'actions liquides, des prix à l'achat et/ou à la vente jusqu'à la taille de la quotité minimale de négociation (*standard market size* – SMS) de façon régulière et continue pendant les heures normales de négociation ;
- de procéder à une actualisation de cet affichage ;
- de permettre l'accessibilité aisée des autres participants de marché aux prix des internalisateurs systématiques.

<sup>205</sup> Ce sont des plates-formes organisées liées aux ordres de grande taille, sans aucune transparence pré-négociation.

<sup>206</sup> La Directive MIF autorise de déroger à l'obligation de transparence pré-négociation pour les négociations de blocs d'actions.

Chaque titre se voit attribuer en fonction de ses volumes de négociation, une « classe » à laquelle est associée une quotité minimale de négociation. **La quotité minimale de négociation est donc propre à chaque classe de titres.**

## 2.4. 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 selon la nature des clients, non professionnels ou professionnels, ces derniers étant plus souples. Les exigences dépendent également de la taille des ordres.

Pour les clients non professionnels :

- exécution des ordres aux prix qu'ils affichent au moment de leur réception ;
- ordres inférieurs à 7 500 euros.

Pour les clients professionnels :

- exécution des ordres aux prix qu'ils affichent au moment de leur réception ;
- autorisation à procéder à des « améliorations de prix », conditions plus favorables que les prix qu'ils affichent, dans certaines conditions :
  - il faut tout d'abord que le prix, auquel ils répondent, s'inscrive dans une fourchette rendue publique et proche des conditions de marchés,
  - 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.

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.

## 3. OBLIGATIONS DE TRANSPARENCE POST-NÉGOCIATION

Les marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation et les prestataires de services d'investissement incluant les internalisateurs systématiques, doivent communiquer, dans des conditions identiques, les informations relatives aux transactions réalisées sur leurs systèmes ou, pour les prestataires de services d'investissement, celles qu'ils ont réalisées de gré à gré.

La transparence post-négociation doit garantir aux clients que leurs ordres seront passés sur la plate-forme offrant le meilleur prix.

Les informations à publier en temps réel concernant les transactions effectuées sont le prix, le volume, l'heure. Ces obligations concernent :

- les actions admises à la négociation sur un marché réglementé ;
- les opérations pour compte propre et pour compte de tiers sur un système multilatéral de négociation.

Sur un marché réglementé, le nom des prestataires de service d'investissement qui ont transmis les ordres exécutés ne sont pas publiés.

Les gestionnaires de systèmes assurant la cotation de valeurs en continu doivent publier au moins les cinq meilleures limites de prix à l'achat et à la vente sur ces valeurs.

Dans un délai de quatre jours de négociation, un émetteur ayant acquis, sur le marché ou hors marché, en une ou plusieurs fois, plus de 10 % de titres représentant un même emprunt obligataire doit en informer le marché.

L'AMF peut autoriser l'entreprise de marché à différer la publication des transactions en fonction de leur taille, lorsque cet ordre est réalisé hors du carnet d'ordres.

## ■ Le *Legal entity identifier*, code international unique d'identification des acteurs

En 2012, le G20 a décidé de la création d'un identifiant unique qui identifierait de manière générale les deux contreparties d'une transaction financière.

Les travaux ont été coordonnés par le Conseil de stabilité financière. Celui-ci a instauré un **système mondial d'identifiants des entités juridiques** (banques, dépositaires centraux, chambres de compensation, sociétés de gestion, etc.) impliquées dans les transactions financières.

Les régulateurs peuvent mieux évaluer le risque global de contrepartie notamment sur le marché des dérivés. Plusieurs règlements européens ont étendu le champ de cet identifiant.

La gouvernance du *Legal entity identifier* (LEI) est la suivante :

- le *Regulatory oversight committee* (ROC) : composé de cinquante membres (uniquement des régulateurs), il coordonne le déploiement mondial du *Legal entity identifier* via une charte ;
- la *Central operational unit* (COU) : organisme responsable du déploiement opérationnel et légal du *Legal entity identifier* selon les principes fixés par le *Regulatory oversight committee* ;
- les *Local operational units* (LOU) : entités privées ou publiques qui gèrent un pays ou une région et qui assignent les *Legal entity identifiers*. Elles vérifient et maintiennent la base de données des identifiants attribués. En France, **l'INSEE joue le rôle de *Local operational unit***.

Depuis l'entrée en vigueur de la version 2 de la Directive MIF, le champ d'application du LEI s'est élargi. Le **LEI est devenu obligatoire** pour toutes les transactions portant sur **des instruments financiers cotés en bourse** (actions, obligations, emprunts et bons d'État, *futures*, options, marché des changes...).

Restent possibles sans LEI, les transactions portant sur des fonds d'investissement non cotés ou assurance-placement ou comptes à terme, ou dépôts ou bons de caisse, sur OPC ou parts sociales.

## 4. 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 sur les Marchés d'instruments financiers (MIF) a posé le principe d'une déclaration unique à l'autorité compétente du prestataire de services d'investissement (PSI). Charge ensuite à cette dernière d'assurer l'envoi des informations pertinentes aux autres régulateurs concernés.

## Pour aller plus loin

- Site Internet de l'AMF, [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)
- Site Internet de l'ESMA, [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu)
- AMF, Instruction n° 2007-06 relative à la déclaration à l'AMF des transactions sur instruments financiers par les prestataires et les succursales, modifiée le 16 janvier 2012

# LES PARTICIPANTS, LIBRE ACCÈS AUX INFRASTRUCTURES, CONTRAINTES DE *REPORTING* DES TRANSACTIONS, ENCADREMENT DU *TRADING* ALGORITHMIQUE

## 1. LES TENEURS DE MARCHÉ OU *MARKET-MAKERS*

Un teneur de marché est un négociateur d'instruments financiers (*trader*) travaillant chez un prestataire de services d'investissement (négociateur ou établissement de crédit) qui intervient sur les marchés financiers pour compte propre, en indiquant en permanence les prix d'achat et de vente qu'il propose pour des quantités données, contribuant ainsi à la liquidité du marché<sup>207</sup>.

Que ce soit dans le cadre de contrats d'animation de marché ou pour satisfaire le client, c'est le rôle des teneurs de marché de **trouver toujours une contrepartie** aux ordres passés afin qu'ils puissent être exécutés.

L'activité de tenue de marché sur un ou plusieurs instruments financiers admis sur une plate-forme de négociation.

Les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) jouent le rôle de teneurs de marché pour les valeurs émises par le Trésor.

Le teneur de marché ne se rémunère pas par un courtage mais par la différence entre ses prix d'achat et de vente.

**L'activité de teneurs de marché expose à de nombreux risques parmi lesquels :**

- un **risque de liquidité** : le teneur de marché n'est pas assuré de trouver assez de liquidité pour couvrir les positions qu'il a prises ;
- un **risque d'asymétrie d'information** : moins informé que ses clients, un teneur de marché pourrait proposer des prix surévalués ou sous-évalués dont les clients tireront profit avec des risques de manipulation de marché ;
- un **risque opérationnel**, avec le non règlement-livraison en temps et en heure, ce qui est d'autant plus important que le teneur de marché travaille sur de très gros volumes.

## 2. LES ANIMATEURS OU APPORTEURS DE LIQUIDITÉ

Le but est de développer une liquidité de marché pour les valeurs dont le marché est étroit.

### 2.1. Les valeurs concernées

Toutes les valeurs de la cote d'Euronext et d'Euronext Growth (ex-Alternext) peuvent bénéficier de contrats d'animation de marché.

### 2.2. Les intervenants

Ce sont les entreprises d'investissement, qui ont introduit la valeur sur le marché, qui prennent l'engagement d'assurer une liquidité de marché.

<sup>207</sup> Tout teneur de marché doit être agréé par l'AMF et il doit l'informer dans les cinq jours de négociation à compter du commencement de son activité, qu'il mène ou a l'intention de mener des activités de tenue de marché vis-à-vis d'un émetteur déterminé.

Il peut s'avérer qu'un seul animateur de marché suffise pour les valeurs moyennes, en raison de coûts et d'organisation. Pour les valeurs à liquidité élevée, il existe une multi-animation.

Cet engagement est volontaire de la part des intermédiaires, en accord avec la société émettrice désireuse d'offrir un marché efficient de ses titres à ses actionnaires.

Le Code monétaire et financier précise que les marchés réglementés peuvent admettre en qualité de membre toute personne qui jouit de l'honorabilité requise, présente un niveau suffisant d'aptitude, de compétence et d'expérience pour la négociation, dispose le cas échéant, d'une organisation appropriée et efficace.

## 2.3. Les termes du contrat d'animation de marché

Le contrat est signé entre le membre de marché et Euronext.

L'animateur de marché prend les engagements suivants :

- une présence permanente sur le marché ;
- le respect d'un écart maximal entre la fourchette achat / vente ;
- un montant forfaitaire en capitaux suivant les types de cotation, continu ou *fixing* ;
- une cotation régulière.

## 2.4. Les avantages du statut d'animateur de marché

### 2.4.1. Pour l'intermédiaire

L'intermédiaire bénéficie de la **gratuité de négociation** pour les ordres introduits au titre de l'animation et d'un **label public** qui permet de le positionner comme spécialiste (au sens commun) de la valeur. Les investisseurs se tourneront vers lui pour les transactions importantes.

Une **reconnaissance institutionnelle** qui permettra à l'animateur d'obtenir une cotation en continu au lieu d'une cotation en *fixing* ainsi que la fourniture périodique de données concernant les valeurs pour lesquelles il s'est engagé (parts de marché, volatilité...).

### 2.4.2. Pour l'émetteur

- Une image de marque : la société est soucieuse d'offrir un vrai marché à ses actionnaires.
- Une cotation régulière de ses titres.
- La liquidité s'améliorant.

### 2.4.3. Pour l'investisseur

Un sentiment de sécurité : il sait que l'animateur se portera contrepartie de son ordre s'il n'existe pas de contrepartie spontanée sur le marché.

## 3. LE CONTRAT DE LIQUIDITÉ

Le 1<sup>er</sup> octobre 2008, l'AMF a accepté l'usage du contrat de liquidité en tant que pratique de marché admise.

Ce contrat lie un émetteur<sup>208</sup> et un prestataire de services d'investissement apporteur de liquidité, moyennant une rémunération. Contrairement au contrat d'animateur de marché, l'entreprise de marché n'est pas partie au contrat.

Les principales missions du prestataire de services d'investissement en tant qu'apporteur de liquidité sont les suivantes :

- assurer une protection contre les variations de la volatilité du titre sur le marché ;

<sup>208</sup> Toutes les sociétés dont les actions sont cotées peuvent conclure un contrat de liquidité avec un prestataire de services d'investissement.

- garantir les transactions sur le titre à tout moment et au meilleur prix ;
- accroître le volume des transactions dans le carnet d'ordres.

En même temps, le prestataire de services d'investissement fournit des informations de marché à l'émetteur ce qui lui permet d'adapter sa communication financière.

L'émetteur a l'obligation de publier tous les semestres le bilan du contrat de liquidité (cf. dans le Chapitre 12, *Les obligations d'information financière des sociétés cotées*).

Enfin, l'émetteur doit déclarer un contrat de liquidité auprès des autorités de marché.

Depuis mai 2012, **l'Autorité des marchés financiers admet les contrats de liquidité obligatoire** qui permettent d'accroître la liquidité du marché secondaire des obligations.

### ■ Zoom sur le contrat de liquidité actions

L'Autorité des marchés financiers a aussi instauré une pratique de marché admise en matière de contrats de liquidité sur actions qui sera effective dès le 1<sup>er</sup> janvier 2019 et fera l'objet d'un réexamen à l'expiration d'une période de deux ans dans la perspective d'un éventuel recalibrage des limites énoncées.

Conclus entre un prestataire de services d'investissement et un émetteur, ces contrats améliorent la liquidité sur les actions concernées. Lorsqu'ils sont instaurés en tant que pratique de marché admise, ces contrats confèrent aux émetteurs et aux prestataires de services d'investissement qui les mettent en œuvre et en respectent les termes un confort juridique au regard de la réglementation en matière de manipulation de marché. Largement répandue en France (plus de 400 sociétés françaises ont conclu un contrat de liquidité sur leurs titres), cette pratique est considérée comme essentielle pour le bon fonctionnement du marché français des actions des émetteurs de taille moyenne.

Cette pratique de marché impose aussi des limites dans la gestion des contrats de liquidité en termes de :

- volume d'intervention en cours de journée ;
- limite de prix des ordres présentés au marché ;
- ressources allouées par l'émetteur au contrat de liquidité.

### ■ Libre accès aux infrastructures de marché et ses limites

La version 2 de la Directive sur les Marchés d'instruments financiers entrée en vigueur le 3 janvier 2018 et du Règlement européen associé (MiFIR), ont assorti l'accès direct au marché (DMA) des notifications et contrôles :

- la notification aux autorités compétentes et de la plate-forme de négociation ;
- la mise en place de systèmes et contrôles des risques efficaces (adéquation des clients, limites de négociation et de crédit, contrôle des risques...), ainsi qu'une surveillance des transactions et un contrôle de l'activité des clients ;
- le besoin d'un accord écrit entre la plate-forme de négociation et le client concerné, détaillant les droits et obligations respectives.

## 4. LES NOUVELLES CONTRAINTES DE *REPORTING* DES TRANSACTIONS AU RÉGULATEUR SOUS MIF II

L'AMF reçoit quotidiennement, via un système de transmission d'informations normalisé, le détail de l'ensemble des transactions portant sur les instruments financiers admis à la négociation réalisée par les prestataires de services d'investissement français et par les succursales françaises de prestataires de services d'investissement étrangers.

L'AMF doit ensuite systématiquement :

- communiquer à l'autorité compétente du pays considéré le plus pertinent en termes de liquidité, le détail des opérations réalisées par les prestataires de services d'investissement français sur instruments financiers dont la France n'est pas le marché de référence ;
- communiquer à l'autorité compétente de l'État d'origine des prestataires de services d'investissement étrangers le détail des opérations réalisées par leur succursale en France. Cette information ne sera toutefois communiquée que si l'autorité compétente du prestataire de services d'investissement souhaite la recevoir.

Depuis janvier 2012, les transactions sur des instruments financiers non admis aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation organisé doivent être déclarées. Sont concernées notamment les transactions sur :

- les contrats d'options ;
- les *warrants* ;
- les contrats à terme ferme (*futures* et *forwards*) ;
- les contrats d'échange de rendement global (*total return swaps*) ;
- les contrats financiers avec paiement d'un différentiel tels que les *contracts for differences*.

La Directive MIF II fait obligation aux prestataires de services de communication de données de type Dispositif de publication agréé (APA<sup>209</sup>) de diffuser les informations relatives aux négociations sur des plates-formes dans les 15 minutes qui suivent la transaction. Cette diffusion est publique et gratuite.

Sont notamment exclus les instruments financiers autres que les dérivés actions et les dérivés de crédit.

Les prestataires de services d'investissement et les succursales établies en France de prestataires de services d'investissement agréés dans un État de l'Espace économique européen à l'exclusion des sociétés de gestion de portefeuille sont soumis à cette obligation de déclaration.

## 5. L'ENCADREMENT DU *TRADING* ALGORITHMIQUE

Avec l'entrée en vigueur de la version 2 de la Directive sur les Marchés d'instruments financiers le 3 janvier 2018 et du Règlement européen associé (MiFIR), un encadrement du *trading* algorithmique a été mis en œuvre afin de limiter les possibles manipulations de marché.

En résumé, les obligations suivantes s'imposent :

- pour la négociation algorithmique<sup>210</sup> :
  - notification aux autorités compétentes de la plate-forme de négociation,
  - systèmes et contrôles efficaces pour la résilience et la capacité suffisante des systèmes de négociation : seuils et limites, plan de continuité, tests,
  - mise à disposition du régulateur d'une description des stratégies de négociation algorithmique, des paramètres de négociation, des limites et principaux contrôles de conformité auquel le système est soumis ;
- pour la négociation à haute fréquence<sup>211</sup> : tenue d'un registre précis et chronologique de tous les ordres passés incluant les annulations d'ordre.

Un marché réglementé doit désormais être en mesure d'identifier les ordres générés par le *trading* algorithmique et les différents algorithmes utilisés par les acteurs ayant recours à la négociation algorithmique.

<sup>209</sup> Pour plus de détail sur le dispositif de publication agréé se reporter dans ce chapitre, *Sources de données de marché, publication des transactions, prestataires de services de communication*.

<sup>210</sup> Un algorithme informatique détermine automatiquement les paramètres des ordres (opportunité ou moment de leur émission, les conditions de prix ou de quantité ou la façon dont ils sont gérés après leur émission) sans intervention humaine ou alors limitée.

<sup>211</sup> Cette technique de négociation se caractérise par une infrastructure destinée à minimiser les latences informatiques, un mécanisme qui décide de générer, génère, achemine ou exécute des ordres sans intervention humaine et un débit intrajournalier élevé de messages constituant des ordres, des cotations ou des annulations. Il s'agit de plus de 2 messages par seconde sur un même instrument financier sur une même plate-forme.





# LES SOURCES DE DONNÉES DE MARCHÉ, PUBLICATION DES TRANSACTIONS, PRESTATAIRES DE SERVICES DE COMMUNICATION DE DONNÉES

## 1. LES FLUX BOURSISERS

Les cours des différents marchés sont connus par la publication qu'en font les entreprises de marché existant dans les différents pays.

Ils sont collectés et rassemblés par des entreprises spécialisées qui les publient le plus souvent en temps réel, notamment par Bloomberg ou Reuters.

Les informations boursières en direct peuvent faire l'objet d'abonnement payant. Les flux boursiers sont souvent associés à une application informatique les mettant en forme.

Les flux d'informations boursières se composent des cotations, des informations sur les valeurs, de dépêches concernant l'actualité des entreprises (en France notamment celles de l'AFP), des recommandations des intermédiaires en bourse (*brokers*), des tendances sur les marchés.

### 1.1. Les indices

Les indices constituent des références et permettent d'apprécier les performances de gestionnaires d'actifs. Ce sont aussi des indicateurs économiques permettant d'évaluer les actifs des sociétés. Ils sont de plus en plus nombreux mais on peut noter le succès des indices « étroits » dans la gestion indicielle car représentant un petit nombre de valeurs, ils permettent la création de produits dérivés.

#### 1.1.1. Les indices actions d'Euronext

Euronext a harmonisé en mars 2011 sa gamme d'indices parisiens. Tous les indices de la place parisienne ont été soumis aux mêmes règles que celles du CAC 40. Ils sont calculés et diffusés en temps réel, toutes les 15 secondes. Les valeurs éligibles à ces indices doivent aussi avoir un taux de rotation annuel du flottant de 20 % minimum.

##### ■ Tableau de principaux indices parisiens

Indice	Code ISIN
CAC 40®	FR0003500008
CAC Next 20®	QS0010989109
CAC Large 60®	QS0011213657
CAC Mid 60®	QS0010989117
SBF 120®	FR0003999481

#### 1.1.2. L'indice CAC

Mis en place le 31 décembre 1987 (base 1000), c'est un indice pondéré par le flottant (depuis décembre 2003) et composé de quarante valeurs du compartiment A d'Euronext.

C'est le baromètre de l'évolution boursière et sa diffusion est largement reprise par les médias et les diffuseurs de données. Il est aussi utilisé comme sous-jacent de nombreux produits dérivés et structurés.

## ■ Sa composition

Sa composition est **décidée par le Conseil scientifique des indices d'Euronext**. Ce conseil se réunit au moins quatre fois par an. Il a pour mission d'adapter l'échantillon pour lui conserver à tout moment son niveau de représentativité et de fiabilité.

**L'échantillon** de ces quarante valeurs tient compte de **plusieurs critères** :

- capitalisation boursière ;
- importance du flottant (nombre de titres dans le public) ;
- volume de transactions ;
- représentativité sectorielle.

## ■ Le calcul du flottant

Le flottant exclu les actions détenues par :

- l'autocontrôle ;
- les fondateurs ;
- l'État ou les collectivités locales ;
- un pacte d'actionnaires ;
- des personnes morales exerçant un contrôle de la société ;
- et plus généralement, le flottant exclu les participations supérieures à 5 % et qui n'ont pas évolué depuis trois ans sauf celles détenues par les OPC qui demeurent dans le calcul du flottant.

Le Conseil scientifique des indices d'Euronext révisé le flottant une fois par an à la fin du mois de juin mais des révisions exceptionnelles peuvent être effectuées. Il applique une règle de plafonnement : la pondération maximum d'une société sera limitée à 15 % de l'indice de manière à éviter la surpondération d'une valeur et à assurer une bonne représentativité de l'échantillon.

### 1.1.3. Les autres principaux indices d'Euronext

#### ■ Le CAC Next 20 : l'antichambre du CAC

Il est constitué des vingt valeurs les plus représentatives en termes de capitalisation flottante et de liquidité positionnées juste derrière les quarante valeurs de l'indice CAC 40. Les valeurs de cet indice sont les prétendants à l'entrée dans le CAC 40.

#### ■ Le CAC Large 60

C'est un nouvel indice dont les données historiques ont été recalculées depuis le 3 janvier 2006. Il inclut toutes les valeurs faisant partie du CAC 40 et CAC Next 20.

#### ■ Le CAC Mid 60

Cet indice est utilisé à la bourse de Paris depuis le 21 mars 2011. Il regroupe soixante entreprises d'importance nationale ou européenne. Il suit immédiatement le CAC 40 et le CAC Next 20 et forme avec eux le SBF 120.

#### ■ Le SBF 120

Cet indice a été créé le 28 décembre 1990 par la Société des bourses françaises. C'est un indice large donnant une vision plus réaliste de la situation de la bourse française.

Il est utilisé comme référence pour le suivi des performances des OPC investis en actions françaises bien qu'il puisse comprendre des valeurs du compartiment étranger de la cote d'Euronext

#### ■ CAC Small

Il remplace le CAC Small 90 et se compose de 166 valeurs.

#### ■ CAC Mid & Small

Cet indice remplace le CAC Mid & Small 190.

#### ■ CAC All-Tradable

L'indice remplace le SBF 250, il combine le SBF 120 et le CAC Small.

## ■ CAC All-Share

L'indice contient désormais toutes les entreprises cotées à Paris, hors Euronext Access.

### 1.1.4. Les indices intelligents

Ils sont aussi appelés « smart beta » et sont liés à des stratégies de placement du même nom (*smart beta*) dont l'objectif est de surperformer le marché. Les investisseurs ont recherché des outils permettant un meilleur contrôle du risque et une réduction de la volatilité des portefeuilles actions. Les indices intelligents ont été conçus dans cette perspective en prenant en compte d'autres pondérations que la capitalisation boursière (pondération *value* – bénéfices, dividendes, flux de liquidités –, pondération du risque, volatilité minimale, etc.).

Euronext en propose deux à risques faibles sur les indices CAC (Paris) et AEX (Amsterdam). Ils s'appuient sur une analyse et une optimisation sophistiquée des risques. Le CAC *Low risk* est composé de 25 à 50 valeurs sélectionnées dans le SBF 120 en excluant les titres les moins liquides. La composition et la pondération sont révisées tous les mois.

Les investisseurs recherchent également des fonds indiciels cotés (*trackers* / EFT) basés sur ces indices intelligents. L'offre d'ETF s'est adaptée en conséquence.

## 1.2. Les indices sur produits de taux

Se reporter pour les indices monétaires au Chapitre 7, *Les titres de créances négociables, les instruments du marché monétaire, les indices de référence*, paragraphe 3.4 *Les indices*.

## 1.3. Les indices obligataires

### 1.3.1. Le Comité de normalisation obligataire

Le Comité de normalisation obligataire (CNO), association régie par la loi du 1<sup>er</sup> juillet 1901, a pour principales missions :

- d'harmoniser les méthodes de calcul utilisées sur le marché de taux en euros et les marchés dérivés ;
- de calculer et de diffuser des indices financiers et de promouvoir leur utilisation ;
- de réaliser des études et de faire des recommandations aux différentes entités concernées (émetteurs, intermédiaires, établissements financiers, investisseurs, associations professionnelles, autorités de place, etc.) sur les instruments de taux.

Depuis le 15 décembre 2009, la Banque de France assure les calculs et les diffusions quotidiennes des taux pour le compte du Comité de normalisation obligataire (indices obligataires).

Les membres du Comité de normalisation obligataire sont des personnes morales représentant les différents intervenants des marchés de taux et des personnes physiques reconnues pour leur compétence.

### 1.3.2. Les principaux indices obligataires

#### ■ TMO, Taux moyen obligataire

Il désigne la moyenne mensuelle des taux hebdomadaires du marché primaire des obligations émises pour une durée supérieure à sept ans.

#### ■ TEC 10, Taux de l'échéance constante à 10 ans

C'est un indice quotidien des rendements des emprunts d'État à long terme correspondant au taux de rendement actuariel d'une obligation du Trésor fictive dont la durée serait de 10 ans.

Les taux TEC sont aussi calculés en utilisant la même méthode sur des durées de 1 an, 2 ans, 3 ans, 5 ans, 7 ans, 15 ans et 20 ans.

## ■ Les indices de performance EuroMTS (EMTX)

Les indices CNO ETRIX ont été remplacés depuis 2003 par les indices EuroMTS ou EMTX. Ils sont calculés et diffusés en temps réel. Ils portent sur les obligations d'État européens et comprennent un indice global et six sous-indices portant sur différentes tranches de maturité.

Ces indices servent souvent de référence de performance aux gérants d'OPC.

## 1.4. La diffusion des indices boursiers

### 1.4.1. Via les places boursières

La plupart des places boursières d'Europe continentale calculent et diffusent leurs propres indices constitués généralement d'un indice « phare » et d'autres plus mineurs.

Exemples : Euronext, le CAC 40, Deutsche Börse, le DAX 30.

### 1.4.2. Via des sociétés spécialisées

#### ■ Les indices européens

Le développement des places boursières européennes et la monnaie unique ont incité à la création d'indices européens. La société *STOXX limited*, basée à Zurich (Suisse), a été créée en 1998 par Paris-Bourse, la Deutsche Börse, le *Swiss exchange* et Dow Jones et Cie.

Depuis mai 1998, elle diffuse la gamme d'indices européens, les indices Stoxx®. Les plus représentatifs et utilisés sont les suivants :

Indices actions	
Euro STOXX® 50	Indice de référence homogène des grandes valeurs de la zone euro, composé de 50 valeurs sélectionnées parmi 12 pays de la zone euro.
STOXX® Europe 600	Indice de référence global des marchés européens. 600 valeurs sélectionnées parmi 17 pays européens.
Indices monétaires	
€STR	<i>Euro short term rate</i> ou taux en euro à court terme, cf. dans le Chapitre 7, <i>Les titres de créances négociables, les instruments du marché monétaire, les indices de référence</i>
EURIBOR	<i>European interbank offered rate</i> , cf. dans le Chapitre 7, <i>Les titres de créances négociables, les instruments du marché monétaire, les indices de référence</i>
LIBOR	Série de taux de référence du marché monétaire de différentes devises. Son nom a été formé à partir des initiales de la dénomination anglaise <i>London interbank offered rate</i> (en français : taux interbancaire pratiqué à Londres). Historiquement, c'est le premier des nombreux taux IBOR. C'est le reflet du taux moyen auquel un échantillon de 16 grandes banques internationales basées à Londres, prêtent « en blanc », c'est-à-dire sans garantie, à d'autres banques. Le Libor devrait disparaître fin 2021 et être remplacé par des taux d'intérêt interbancaires par devise (dollar, livre sterling, yen, franc suisse) qui seront calculés <i>a posteriori</i> sur des transactions réelles.

Les devises pour lesquelles il existe un taux LIBOR sont les suivantes :

- le dollar américain (USD) ;
- la livre sterling (GBP) ;
- le yen (JPY) ;
- le franc suisse (CHF) ;
- l'euro (EUR), bien que le LIBOR soit fort peu utilisé pour cette devise dont l'indice de référence est l'EURIBOR.

Les maturités publiées sont :

- 1 jour (*spot-next* ou *overnight*) ;
- 1 semaine ;
- 2 semaines ;
- 1 mois ;
- 2 mois ;
- 3 mois ;
- et ainsi de suite jusqu'à 12 mois.

## ■ Les indices du London *stock exchange* (LSE)

Ils sont calculés et diffusés par une société commune entre le *Financial Times* et le LSE, les indices **FTSE**, le plus connu étant le FTSE 100 (dénommé le *footsie*). C'est un indice boursier composé des cent entreprises britanniques les mieux capitalisées cotées à la bourse de Londres.

En juin 2014, le London *stock exchange* a acquis le groupe américain Frank Russell spécialisé et leader mondial dans la publication des indices boursiers mondiaux. De cette acquisition est né l'indice FTSE Russell, indice leader mondial sur toutes les classes d'actifs et pour toutes les catégories d'investisseurs.

## ■ Les indices américains

### • Le Dow Jones

La Dow Jones & Company, société américaine fondée en 1882, est la plus ancienne société calculant et diffusant les indices de la place de New York. C'est une entreprise d'édition et d'informations financières filiale de News Corporation.

Elle calcule et publie le plus ancien indice boursier, créé en 1884, le Dow Jones *industrial average* qui est l'indice du New York *stock exchange*, le marché de référence de Wall Street.

L'indice est basé sur trente valeurs les plus représentatives, les *blue chips*. Il intègre depuis septembre 2013, trois valeurs non industrielles. Il est calculé sur la **moyenne arithmétique des cours des valeurs le composant**.

Cet indice qui donne le ton aux autres places financières mondiales et sert d'indicateur de l'évolution de l'économie sur une longue période.

### • Le S&P 500

*Standard & Poor's* (S&P) diffuse des indices plus larges. Le S&P 500 a été créé en 1923 et compte depuis 1957, 500 valeurs sélectionnées. Les valeurs qui le composent représentent environ 80 % de la capitalisation des États-Unis. **Il est calculé en prenant en compte la capitalisation boursière des entreprises le composant**. C'est un indicateur important de la conjoncture américaine.

### • Les indices MSCI

Morgan Stanley Capital International Bara, société américaine basée à Londres, calcule des indices pour toutes les places boursières du monde, en concurrence avec les indices de chaque bourse nationale.

## 2. LA DIFFUSION DE DONNÉES DE MARCHÉ

Il existe de nombreuses sociétés spécialisées, à titre indicatif, nous en indiquons quelques-unes.

### 2.1. Bloomberg LP

Créé en 1981 par Michael R. Bloomberg, ce groupe a commencé à opérer en 1983.

C'est une source mondiale d'informations destinées aux entreprises et aux professionnels des marchés.

Le service *BLOOMBERG Professional* et les services pour médias de Bloomberg proposent, de façon intégrée, des données de marché et des données financières en temps réel et en archives.

### 2.2. Reuters

Reuters est une agence de presse internationale, fondée en 1851 à Londres.

Près de 2 500 journalistes, rédacteurs, photographes et cameramen travaillent pour Reuters dans cent cinquante pays, mais, c'est surtout à l'information économique et financière qu'elle doit son développement et sa notoriété, dans les années 1970 à 1990.

## 2.3. SIX Telekurs

SIX Telekurs est un acteur européen important de l'information financière. SIX Telekurs fait partie de SIX Group. Son offre est destinée aux professionnels des marchés financiers.

## 2.4. Morningstar

Société présente dans vingt-sept pays, elle fournit des données sur environ 540 000 produits d'investissement.

Via son service « MorningStar data », elle constitue une source de données unique pour les investissements mondiaux, y compris les matières premières, les données de marché et indices en temps réel.

Elle permet aussi d'obtenir des informations sur les fonds proposés aux investisseurs privés.

# 3. LA DIFFUSION DE STATISTIQUES ET DE DONNÉES FINANCIÈRES

## 3.1. La diffusion des données financières

Les sociétés Dow Jones & Company, S&P, Stoxx et MSCI contribuent aussi à la diffusion d'une très large palette de statistiques, données et informations financières sur les marchés financiers du monde entier.

Les entreprises cotées diffusent très régulièrement des informations financières. Elles ont l'obligation de publier régulièrement des informations financières les concernant (cf. le Chapitre 12, *Les obligations d'informations financières des sociétés cotées*). Elles ont aussi à publier et à déposer à l'AMF les documents d'information de leur appel à l'épargne.

## 3.2. Les statistiques économiques

On peut distinguer les sources de statistiques économiques selon leur nature.

### 3.2.1. Les sources des autorités publiques

- Le ministère de l'Économie, des finances et de la relance : état des finances publiques, rentrée fiscale, endettement public.
- L'institut national de statistiques : en France l'Insee, pour l'Union européenne, Eurostat. L'Insee produit des statistiques sur les grands indicateurs économiques (cf. le Chapitre 1, *La politique économique et monétaire, le rôle de la BCE*) et publie également des prévisions de leur évolution. Il conduit aussi des enquêtes de conjoncture (par exemple, l'enquête mensuelle sur le moral des ménages).
- La Banque de France : dans le cadre de sa participation à la préparation de la politique monétaire de l'Eurosystème, elle réalise des travaux d'étude approfondis, des analyses et des statistiques monétaires, financières et de taux d'intérêt bancaires.
- La BCE est également productrice de statistiques pour la zone euro.
- Le rapport de l'AMF est également une source de statistiques.

### 3.2.2. Les sources statistiques d'organismes privés

Les indices PMI, les indicateurs de Coe-Rexecode (indicateur avancé de retournement conjoncturel, indicateur de récession, etc.) fournissent un éclairage utile aux professionnels des marchés financiers.

Les grandes entreprises et les grands établissements financiers disposent de services d'études et de prévision économiques. Certains publient leurs travaux.

Enfin, des organismes privés sont spécialisés dans l'analyse et la prévision économiques. En France, on peut citer l'OFCE et Coe-Rexecode.

## 4. LES AGENCES DE NOTATION DE CRÉDIT

### 4.1. Définition

Les agences de notation de crédit sont des entreprises privées. Elles évaluent la capacité d'émetteurs (État, organisme public, entreprise) à honorer leurs engagements financiers.

Elles attribuent des notes à ces émetteurs sur une échelle en lettres de A à D. Ces notes sont fonction de la capacité à rembourser et de la confiance accordée à l'émetteur. Si la note est élevée, l'émetteur empruntera à des taux d'intérêt faibles et inversement.

Chaque agence utilise une échelle de notation qui lui est propre.

La crise financière de 2008 et l'absence de réglementations nationales homogènes ont conduit la Commission européenne à établir des règles communes afin de mieux encadrer les activités des agences de notation de crédit. C'est désormais **l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF)** qui a le **pouvoir exclusif d'enregistrement, de surveillance et de contrôle des agences de notation de crédit** au sein de l'Union européenne. Les autorités nationales de supervision (l'AMF en France) ont été relevées progressivement de leur compétence directe sur les agences de notation.

### 4.2. La réglementation applicable

Le règlement européen UE 513/2011 du 11 mai 2011 a modifié celui du 16 septembre 2009 et complété le dispositif en conférant au **régulateur européen** (l'Autorité européenne des marchés financiers) **des pouvoirs directs de supervision et de contrôle sur les agences de notation de crédit** dans l'Union européenne.

**Les régulateurs nationaux sont relevés de leurs compétences directes sur les agences de notation de crédit.** L'Autorité européenne des marchés financiers publie annuellement un rapport sur les agences de notation.

De nouvelles contraintes réglementaires sont en préparation au plan européen et la création d'une agence européenne de notation est en projet.

Les principaux points réglementaires portent sur :

- **l'enregistrement obligatoire** des agences de notation. Les agences qui souhaitent voir leurs notes utilisées dans l'Union européenne doivent demander leur enregistrement à l'Autorité européenne des marchés financiers<sup>212</sup> ;
- la surveillance des agences de notation consiste pour l'essentiel sur le **contrôle du respect des procédures de notation**. Les agences de notation de crédit doivent garantir que leurs notations ne sont pas affectées de conflits d'intérêts ;
- **les conditions et procédures d'émission des notations** pour améliorer la qualité des notations.

Les agences de notation de crédit doivent être vigilantes à la qualité de la méthode de notation. Elles doivent agir de manière transparente. En France, leurs analystes financiers doivent respecter les règles professionnelles et de bonne conduite de l'AMF.

La loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 a introduit pour la première fois la régulation des agences de notation. Les pouvoirs de sanctions de l'Autorité des marchés financiers et de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution ont été renforcés.

Il est possible de mettre en jeu la responsabilité civile d'une agence de notation. Les agences de notation de crédit engagent leur responsabilité délictuelle et quasi délictuelle, tant à l'égard de leurs clients que des tiers, des conséquences dommageables des fautes et manquements commis par elles dans la mise en œuvre de leurs obligations.

Aux États-Unis, depuis 2006, les agences de notation doivent s'enregistrer auprès de la *Securities exchange Commission*.

<sup>212</sup> Cf. Code monétaire et financier, article L. 544-4.

## 5. LA PUBLICATION DES TRANSACTIONS

Les obligations de transparence post-négociation visent depuis MIF II et MIFIR, les actions, les instruments assimilés aux actions (*Exchange traded funds*, certificats représentatifs, fonds cotés, certificats préférentiels) ainsi que les autres instruments tels que les obligations, produits financiers structurés, quotas d'émission et instruments dérivés négociés sur une plate-forme de négociation.

### 5.1. Les transactions post-négociation

Sont rendues publiques :

- **en temps réel, les transactions effectuées sur une plate-forme de négociation**<sup>213</sup> ;
- **les transactions bilatérales effectuées de gré à gré ou sur un internalisateur systématique** pour les instruments financiers soumis à l'obligation de transparence post-négociation. Immédiatement après leur conclusion, elles sont rendues publiques via **d'un dispositif de publication agréé**.

Le contrôle de ces informations est actuellement un immense enjeu, des acteurs privés concurrençant des États.

Les données de marché en sont un bon exemple. Elles doivent être accessibles car elles relèvent de l'obligation de transparence post-négociation. Elles proviennent de sources très diverses telles que des plates-formes de négociation (marchés réglementés, *multilateral trading facilities*, *organized trading facilities*) ou des prestataires spécialisés dans la diffusion d'indices, de notes, d'informations ou de recherches.

### 5.2. Les prestataires de services de communication de données

La Directive MIF II a créé une nouvelle catégorie d'acteurs régulés, les **prestataires de services de communication de données** (PSCD).

#### 5.2.1. Définition

Le Code monétaire et financier les définit ainsi : « personnes qui fournissent des services de communication de données (...) à titre de profession habituelle ».

#### 5.2.2. Nature et conditions d'exercice des prestataires de services de communication de données

Pour fournir des services de communication des données, un prestataire de services de communications des données doit obtenir un agrément spécifique de l'AMF et doit satisfaire à tout moment aux conditions de son agrément.

L'AMF va demander au prestataire son programme d'activité, présentant notamment le type de services envisagés et la structure organisationnelle retenue.

Ces prestataires de services de communication de données peuvent être :

- des entreprises d'investissement : agrément octroyé par l'ACPR, avec approbation du programme d'activité par l'AMF ;
- des entreprises de marché : autorisation accordée par l'AMF ;
- des personnes morales autres que des entreprises d'investissement et des entreprises de marché : agrément octroyé par l'AMF.

La liste des prestataires de services de communication de données est publiée par l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF / ESMA), l'Autorité des marchés financiers publie la liste des prestataires qu'elle a autorisés ou agréés.

<sup>213</sup> N.B. : l'AMF recommande aux émetteurs de ne pas divulguer de faits nouveaux pendant les heures de bourse.



### 5.2.3. Les catégories de prestataires de services de communication de données

Trois catégories de prestataires exercent leurs activités :

- l'exploitation d'un mécanisme de déclaration agréé (*approved reporting mechanism* - ARM), entité qui déclare au régulateur pour le compte d'entreprises d'investissement, les transactions effectuées, en conformité avec l'exigence de déclaration des transactions en dehors des plates-formes de négociation.  
Exemples : Bloomberg, KDPW, Euronext ;
- l'exploitation d'un dispositif de publication agréé (*approved publication arrangement* - APA), entité qui assure pour le compte d'entreprises d'investissement et d'établissements de crédit la publication de toutes leurs transactions, en conformité avec les exigences de transparence post-négociation applicables.  
Exemples : Nasdaq, Deutsche Börse ;
- l'exploitation d'un système consolidé de publication (*consolidated tape provider* - CTP), fournit un service de collecte de données de toutes les transactions (volume et prix) effectuées sur un titre, quel que soit le lieu de négociation.  
Ce système inclut la collecte auprès des plates-formes de négociation (marchés réglementés, *organized trading facilities*, *multilateral trading facilities*) et les informations provenant des « approved publication authorities ».

## Pour aller plus loin

- Site Internet du Comité de normalisation obligatoire : <http://cnofrance.org>
- Règlement CE 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, 16 septembre 2009
- Règlement européen UE 513/2011 modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, 11 mai 2011
- Code monétaire et financier