

**Les prestataires de services de communication de données
(les professionnels de la transparence post-négociation)**

Sébastien NEUVILLE

Professeur des Universités

Université Toulouse Capitole (IDP EA 1920)

Institut d'Etudes Politiques de Paris (Sciences Po Paris)

Directeur du Master de droit des affaires, parcours Secteur Financier (Banque, Assurance, Finance)

1. Data. A la différence des énergies fossiles qui ont été la richesse majeure du XX^e siècle, les *data* présentent l'avantage d'être inépuisables, tout en croissant de manière exponentielle et pour un faible coût. Chacun, à son échelle, peut d'ailleurs créer des données, même si seuls quelques acteurs ont la capacité de les exploiter avec efficacité. L'enjeu du XXI^e siècle est donc de savoir qui contrôlera ces données car des acteurs privés, autrement plus puissants que les Majors du pétrole, entrent en concurrence avec les Etats.

2. Market data. Parmi ces données, les *market data* constituent un enjeu stratégique¹. Les données de marché peuvent provenir de sources très diverses, telles que des plates-formes de négociation (Marchés réglementés, *Multilateral Trading Facilities*, *Organised Trading Facilities*) ou des prestataires spécialisés dans la diffusion d'indices, de notes, d'informations ou de recherches. Elles peuvent d'ailleurs concerner toutes sortes d'instruments financiers, qu'il s'agisse de titres financiers ou de contrats financiers.

3. Transparence. Ces données de marché doivent être accessibles de manière transparente, car les informations doivent pouvoir être connues de tous. La transparence sur les marchés financiers est un objectif ancien et essentiel. C'est d'ailleurs l'une des grandes différences avec l'activité bancaire qui, jusqu'à une époque récente, privilégiait davantage le secret. Désormais, le secret tend à être banni et l'ensemble du droit bancaire et financier est emporté par la vague de la transparence (comme d'ailleurs l'ensemble de la société). En matière financière, il s'agit d'une transparence pré-négociation par la volonté de contrôler les *dark pools* et les *crossing networks*, ainsi que d'une transparence post-négociation par des obligations de déclaration et de publication des transactions. C'est dans cette seconde situation que se rencontrent les prestataires de services de communication de données², aussi appelés *data reporting services providers*. En soi, l'activité est ancienne, mais sa formalisation est récente. Elle est devenue particulièrement nécessaire en raison de la fragmentation des marchés due à la concurrence entre les différents acteurs.

4. Sources. Avant le 3 janvier 2018, les prestataires de services de communication de données n'existaient pas dans le corpus juridique. Ils font leur apparition en 2011 dans la Proposition de Directive du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers, abrogeant la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil. Des amendements du Parlement européen, adoptés le 26 octobre 2012, viennent ensuite compléter cette Proposition de Directive. Cela aboutit à la Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers (MIFID II) et au Règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers (MIFIR). Il convient aussi d'ajouter différents Règlements délégués, parmi lesquels le Règlement délégué (UE)

¹ S. Carnot et N. Neurdin, *Les Market Data : enjeu stratégique et structurant*, *Finmarkets* 2017.

² Sur les prestataires de services de communication de données, v. T. Bonneau, P. Pailler, A.-C. Rouaud, A. Tehrani, R. Vabres, *Droit financier*, L.G.D.J., coll. Domat, 2017 (spé. p. 253 s.) ; E. de Fournoux, P. Laurent, *MIF 2 : Une nouvelle donne pour l'Europe des marchés financiers*, *Revue Banque* éd., 2017 (spé. p. 99 s.) ; P. Storrer, *Droit des moyens et services de paiement : le statut de prestataire de données financières*, *Revue Banque*, 2015, n° 785.

2017/565 de la Commission du 25 avril 2016 complétant MIFID II en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement et la définition de certains termes aux fins de ladite directive, le Règlement délégué (UE) 2017/571 de la Commission du 2 juin 2016 complétant MIFID II par des normes techniques de réglementation sur l'agrément, les exigences organisationnelles et la publication des transactions pour les prestataires de services de communication de données, le Règlement délégué (UE) 2017/590 de la Commission du 28 juillet 2016 complétant MIFIR par des normes techniques de réglementation pour la déclaration de transactions aux autorités compétentes. Il convient aussi de se reporter au Règlement européen (UE) 2017/1110 de la Commission du 22 juin 2017 définissant des normes techniques d'exécution en ce qui concerne les formulaires, modèles et procédures normalisés pour l'agrément des prestataires de services de communication de données et les notifications connexes en application de la même directive. Par ailleurs, l'ESMA a édicté des orientations, plus communément appelées *Guidelines*, destinées à préciser certaines questions, telles que les Orientations relatives à l'organe de direction des opérateurs de marché et des prestataires de services de communication de données en date du 18 déc. 2017. Elle a aussi publié des *Questions and Answers on MIFID II and MIFIR transparency topics*, quelques unes de ces questions et réponses concernant les *data reporting services providers*.

En France, la loi n° 2014-1662 du 30 décembre 2014 portant diverses dispositions d'adaptation de la législation au droit de l'Union européenne en matière économique et financière a permis le recours à des ordonnances. Ainsi, l'ordonnance n° 2016-827 du 23 juin 2016³ adapte le droit interne à la Directive et au Règlement précités, en ayant pour objectif principal d'améliorer la transparence des transactions conclues sur les différents lieux d'exécution. Elle renforce aussi les pouvoirs de supervision de l'Autorité des marchés financiers et elle accroît la protection des investisseurs. Pour garantir le bon fonctionnement du système, l'ordonnance responsabilise davantage les professionnels du marché, car ce sont eux qui doivent assurer le bon fonctionnement du système. Ces textes se retrouvent dans le code monétaire et financier dans la partie législative. Ils doivent être complétés par la partie réglementaire de ce même code qui résultent du décret n° 2017-1253 du 9 août 2017 et du décret n° 2017-1324 du 6 septembre 2017. Par ailleurs, le Règlement général de l'Autorité des marchés financiers a été modifié par l'arrêté du 20 décembre 2017, pour y insérer notamment des dispositions concernant les prestataires de services de communication de données.

5. Plan. Le plus important en la matière réside dans la création de trois formes de services de communication de données, qui ne sont d'ailleurs pas nécessairement assurés par des prestataires de services de communication de données au sens strict car d'autres professionnels peuvent aussi fournir de tels services. Aussi, après avoir envisagé les services (I), seront étudiés les prestataires (II).

I. Les services

6. Énumération. Plus qu'une définition, l'article L. 323-1 du code monétaire et financier donne une énumération des trois services de communication de données : 1° l'exploitation d'un dispositif de publication agréé ; 2° l'exploitation d'un système consolidé de publication ; 3° l'exploitation d'un mécanisme de déclaration agréé. Mais ce même article donne ensuite des précisions tout en renvoyant à d'autres articles comme dans une sorte de jeu de piste. Il laisse de côté le service (ou l'exploitation, selon les termes utilisés par l'article L. 323-1) pour se concentrer sur les différentes formes de communication de données.

Ces trois catégories de services sont plus connues en anglais et il convient donc de distinguer l'*Approved Publication Arrangement* (APA), le *Consolidated Tape Provider* (CTP) et l'*Approved Reporting Mechanism* (ARM).

En pratique, cela signifie qu'il faut assurer la publication (A), la consolidation (B) et la déclaration (C) des données de marché.

A. La publication

7. APA. Le dispositif de publication agréé a pour but d'améliorer la qualité et la cohérence des données, en imposant à toutes les entreprises de publier leurs rapports de négociation, spécialement dans le contexte des

³ V. T. BONNEAU, La réforme des marchés d'instruments financiers, *JCP E* 2016, n° 30-34, 1449 ; A.-C. MULLER, Transposition de la directive MIF II, *RD bancaire fin.* 2017, comm. 134. Le législateur français n'ayant pas fini son travail de transposition, l'article 46 de la loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique a habilité le Gouvernement à poursuivre le travail, car il restait à transposer les dispositions relatives aux pouvoirs des autorités compétentes et celles concernant la coopération entre celles-ci et avec l'Autorité européenne des marchés financiers. De même, l'article 122 de la loi du 9 décembre 2016 habilitait le Gouvernement pour qu'il exclue les sociétés de gestion de portefeuille exerçant une activité de gestion collective de la catégorie des entreprises d'investissement. Regroupant ces deux articles, le Gouvernement a pris l'ordonnance n° 2017-1107 du 22 juin 2017 relative aux marchés d'instruments financiers et à la séparation du régime juridique des sociétés de gestion de portefeuille de celui des entreprises d'investissement, laquelle ajoute aussi quelques dispositions concernant l'objet de cette étude. V. T. BONNEAU, La réforme financière du 22 juin 2017, *JCP éd E* 2017, act. 560.

nouveaux OTF ou des internalisateurs systématiques. Les investisseurs ont en effet besoin de données de marché fiables, accessibles et disponibles à un coût opportun. Il revient donc aux APA d'assurer la publication des transactions, en conformité avec les exigences de transparence post-négociation qui pèsent sur les opérateurs de marché et les entreprises d'investissement exploitant une plate-forme de négociation, ainsi que sur les entreprises d'investissement et les établissements de crédit agréés pour fournir des services d'investissement⁴. Concrètement, il s'agit de rendre publics le volume et le prix de ces transactions ainsi que l'heure de leur conclusion. L'APA publie donc les données de marché pour le compte de ces entreprises et établissements. Ainsi, le dernier alinéa de l'article L. 549-11 du code monétaire et financier précise qu'un « dispositif de publication agréé est en mesure d'assurer une diffusion efficace et cohérente de ces informations, afin de garantir un accès rapide aux informations sur une base non discriminatoire et dans un format qui facilite leur consolidation avec des données similaires provenant d'autres sources ».

L'article L. 549-11 du code monétaire et financier précise de surcroît qu'un APA « dispose de politiques et de mécanismes permettant de rendre publiques les informations requises en vertu des articles 20 et 21 de MIFIR ». Une distinction est donc opérée, conformément à ces articles 20 et 21 du règlement, entre deux catégories d'instruments financiers. L'article 20 vise les *equity instruments*, et l'article 21 les *non equity instruments*.

8. *Equity instruments*. L'article 20 de MIFIR concerne les obligations de transparence post-négociation des entreprises d'investissement lorsque ces professionnels « concluent, pour compte propre ou pour le compte de clients, des transactions portant sur des actions, certificats représentatifs, fonds cotés, certificats préférentiels et autres instruments financiers similaires négociés sur une plate-forme de négociation ». Ces différents produits peuvent rentrer dans une catégorie large que les anglo-saxons dénomment les *equity instruments*. Elle est plus large que les seuls titres de capital, lesquels comprennent les actions ordinaires et les actions de préférence.

9. *Non equity instruments*. L'article 21 de MIFIR s'applique, quant à lui, aux « entreprises d'investissement qui concluent, pour compte propre ou pour le compte de clients, des transactions portant sur des obligations, produits financiers structurés, quotas d'émission et instruments dérivés négociés sur une plate-forme de négociation ». Pour établir un parallèle avec l'article 20 évoqué ci-dessus, ces différents produits peuvent rentrer dans la catégorie des *non equity instruments*.

10. Informations à publier. L'ordonnance du 22 juin 2017, dans son article 9-22°, a inséré un alinéa à l'article L. 549-11 du code monétaire et financier. Il prévoit qu'un « décret précise les informations, mentionnées à l'alinéa précédent, que le dispositif de publication agréé doit notamment rendre publiques ». L'article 6-6° du décret du 6 septembre 2017 précise, à l'article D. 549-4 du code monétaire et financier, quels éléments doivent comprendre « au moins » les informations rendues publiques par un APA. Il s'agit de l'identifiant d'identification de l'instrument financier ; du prix auquel la transaction a été conclue ; du volume de la transaction ; de l'heure de la transaction ; de l'heure à laquelle la transaction a été publiée ; de l'unité de prix de la transaction ; du code de la plate-forme de négociation sur laquelle la transaction a été exécutée ou du code SI lorsque la transaction a été exécutée via un internalisateur systématique ou sinon du code OTC ; le cas échéant, d'un indicateur signalant que la transaction a été soumise à des conditions particulières.

11. Délais de publication. L'article L. 549-11 du code monétaire et financier poursuit en indiquant qu'il s'agit de rendre publiques les informations « dans des délais aussi proches du temps réel que le permettent les moyens techniques ». On peut néanmoins opérer une distinction entre deux situations. Les transactions effectuées sur une plate-forme de négociation exploitée par des opérateurs de marché et des entreprises d'investissement doivent être rendues public en temps réel. C'est le cas des marchés réglementés, des MTF et des OTF. Les transactions bilatérales effectuées de gré à gré ou par un internalisateur systématique doivent être rendues publiques par l'intermédiaire d'un APA immédiatement après la conclusion de la transaction.

Il est toutefois possible d'obtenir une autorisation de publication différée. Ainsi, selon l'article 7 de MIFIR qui envisage les *equity instruments*, « les autorités compétentes peuvent autoriser les opérateurs de marché et les entreprises d'investissement exploitant une plate-forme de négociation à prévoir la publication différée du détail des transactions en fonction du type ou de la taille de celles-ci ». Tel peut être le cas pour des transactions d'une taille élevée par rapport à la taille normale de marché. Mais dans ce cas, l'autorisation doit être donnée préalablement et cette publication différée doit être communiquée clairement aux participants du marché et au public. L'article 11 de MIFIR est rédigé de manière quasi identique pour les *non equity instruments*. Mais outre l'hypothèse d'une taille élevée de la transaction par rapport à la taille normale du marché, il envisage aussi

⁴ Selon l'article 6, 2 de MIFIR, « les opérateurs de marché et les entreprises d'investissement exploitant une plate-forme de négociation permettent aux entreprises d'investissement qui sont tenues, conformément à l'article 20, de publier le détail de leurs transactions [...] d'accéder, à des conditions commerciales raisonnables et sur une base non discriminatoire, aux dispositifs qu'ils utilisent pour rendre publiques les informations visées au paragraphe 1 du présent article ». V. aussi l'article 10, 2 de MIFIR qui reprend les mêmes dispositions pour d'autres instruments financiers.

l'hypothèse où il n'existe pas de marché suffisamment liquide, ce qui peut effectivement être le cas pour certaines obligations.

12. Conditions commerciales raisonnables. L'article L. 549-11 du code monétaire et financier continue en précisant qu'il s'agit de rendre publiques les informations « dans des conditions commerciales raisonnables ». Selon ce même article, modifié par l'ordonnance du 22 juin 2017, ces conditions commerciales raisonnables sont définies « à l'article 84 du règlement délégué (UE) 2017/565 de la Commission du 25 avril 2016 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement et la définition de certains termes aux fins de ladite directive ». En réalité, l'article 84 renvoie lui-même au respect des obligations définies aux articles 85 à 89 de ce même règlement, avec des exceptions lorsque les données de marché sont mises gratuitement (et immédiatement) à la disposition du public⁵.

Ainsi, « le prix des données de marché est basé sur le coût de production et de diffusion de ces données et peut inclure une marge raisonnable »⁶. Par ailleurs, les données de marché doivent être mises à disposition « au même prix et aux mêmes conditions pour tous les clients d'une même catégorie conformément à des critères objectifs et rendus publics »⁷, c'est-à-dire sur une base non discriminatoire. En outre, l'utilisation des données de marché doit être facturée en fonction de l'usage qu'en fait chaque utilisateur final. C'est donc sur une base individuelle que la facturation doit être réalisée, sauf si une facturation sur cette base est disproportionnée « par rapport au coût de leur mise à disposition, eu égard à leur échelle et à leur portée »⁸. Mais si la facturation n'a pas lieu sur une base individuelle, la décision doit être motivée et publiée sur la page internet de l'APA. Evidemment, « chaque utilisation des données de marché ne [doit être] facturée qu'une seule fois »⁹. Ces données de marché doivent être mises à disposition sans être groupées avec d'autres services. C'est en ce sens qu'il est fait mention du dégroupage et de la désagrégation des données¹⁰. Enfin, les prix et les autres conditions de la fourniture des données de marché doivent être communiqués sous une forme aisément accessible¹¹. Ces informations comprennent la liste des frais¹² ; la notification préalable, au minimum 90 jours à l'avance, des futures modifications de prix ; des renseignements sur le contenu des données de marché¹³ ; les recettes tirées de la mise à disposition des données de marché et leur proportion dans le total des recettes ; des renseignements sur le mode de fixation des prix¹⁴.

13. Gratuité après quinze minutes. L'article L. 549-11 du code monétaire et financier termine en indiquant que « ces informations sont rendues disponibles gratuitement quinze minutes après leur publication par le dispositif de publication agréé ». Cela signifie que la marge raisonnable sus-mentionnée doit être obtenue rapidement, car les données tombent ensuite dans le domaine public.

B. La consolidation

14. CTP. La fragmentation du marché et, par voie de conséquence, des données était l'une des principales critiques formulées contre la directive MIF de 2004. En effet, les investisseurs ont besoin de comparer les prix et les transactions entre les plates-formes. Il est donc paru opportun de regrouper les données de marché en les

⁵ « L'article 85, l'article 86, paragraphe 2, l'article 87, l'article 88, paragraphe 2 et l'article 89 ne s'appliquent pas aux APA ou aux CTP qui mettent gratuitement ces données de marché à la disposition du public » (art. 84, 2 du règlement délégué RD 2017/565).

⁶ Art. 85 RD 2017/565. Ce même article précise que « les coûts de production et de diffusion des données de marché peuvent inclure une part appropriée de coûts communs pour d'autres services ».

⁷ Art. 86 RD 2017/565. Cet article ajoute « Les différences entre les prix facturés aux diverses catégories de clients sont proportionnelles à la valeur que les données de marché possèdent pour ces clients, compte tenu [...] de la portée et de l'échelle des données, y compris du nombre d'instruments financiers couverts et de leur volume de négociation ; [et compte tenu] de l'utilisation faite par l'acheteur des données, notamment s'il s'en sert pour ses propres activités de négociation ou à des fins de revente ou d'agrégation des données ».

⁸ Art. 87 RD 2017/565.

⁹ Art. 87 RD 2017/565.

¹⁰ V. art. 88 RD 2017/565.

¹¹ L'article 89 RD 2017/565 concerne justement l'obligation de transparence.

¹² « les frais individuels d'utilisation de l'affichage; les frais non liés à l'affichage; les politiques de réduction des prix; les frais liés aux conditions d'octroi de licence; les frais relatifs aux données de marché pré-négociation et post-négociation; les frais pour les autres sous-ensembles d'information, y compris celles requises par les normes techniques de réglementation adoptées en vertu de l'article 12, paragraphe 2, du règlement (UE) n° 600/2014; les autres conditions contractuelles » (art. 89 RD 2017/565).

¹³ « le nombre d'instruments couverts ; le volume d'échanges total concernant les instruments couverts ; le ratio entre les données de marché pré-négociation et post-négociation ; des renseignements sur les données éventuellement fournies en plus des données de marché ; la date de la dernière adaptation des frais de licence pour les données de marché fournies » (art. 89 RD 2017/565).

¹⁴ y compris les méthodes de comptabilisation des coûts utilisées et des informations sur les principes spécifiques d'allocation des coûts communs directs et variables et de répartition des coûts communs fixes entre la production et la diffusion de données de marché et les autres services fournis par les APA ou les CTP.

consolidant pour constituer une base de données agrégées recueillant l'ensemble des informations post-négociations, afin de procéder à leur compilation. C'est le seul moyen pour que les investisseurs et les régulateurs connaissent les caractéristiques des transactions sur un instrument financier à un instant donné. Telle est la raison pour laquelle l'article L. 549-16 alinéa 2 du code monétaire et financier précise qu'un « système consolidé de publication est en mesure d'assurer une diffusion efficace et cohérente de ces informations, de façon à garantir un accès rapide à celles-ci sur une base non discriminatoire et dans des formats communément acceptés qui soient interoperables et aisément accessibles et utilisables par les participants au marché ». Il faut d'ailleurs que le CTP garantisse que les données qu'il fournit soient « collectées auprès de tous les marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation, les systèmes organisés de négociation et les dispositifs de publication agréés, en adaptant cette obligation aux différentes catégories d'instruments financiers »¹⁵. Plus concrètement, deux solutions sont envisageables. Une première solution, privilégiée par le Parlement européen, consiste à encourager la concurrence entre les différents systèmes consolidés de publication, chacun devant consolider l'intégralité des données des dispositifs de publication agréés. Toutefois, si un tel mécanisme ne peut être mis en place (faute de concurrents), une seconde solution consiste à susciter un mécanisme public de consolidation à la suite d'une passation de marchés publics. C'est sans doute ce qui se réalisera car le modèle économique du CTP risque de ne pas être rentable et a toute chance de ne pas susciter de vocations.

Le CTP doit donc mettre « en place des politiques et des mécanismes adéquats pour collecter ces informations, les consolider en un flux électronique de données actualisé en continu et les mettre à la disposition du public dans des délais aussi proches du temps réel que le permettent les moyens techniques à des conditions commerciales raisonnables ». Cette phrase se retrouve, à l'identique dans les paragraphes I et II de l'article L. 549-15 du code monétaire et financier. Le paragraphe I concerne les *equity instruments*, tandis que le paragraphe II a trait aux *non equity instruments*. On se situe d'ailleurs dans un schéma qui est très similaire à celui des APA, car les délais de publication¹⁶, les conditions commerciales raisonnables¹⁷ et la gratuité après quinze minutes¹⁸ sont identiques. Il est donc inutile de les reprendre. En revanche, des dispositions spécifiques concernent les informations à publier, ainsi que la date d'entrée en vigueur.

15. Informations à publier. De la même manière que pour les APA, l'ordonnance du 22 juin 2017, dans son article 9-23°, a inséré un paragraphe IV à l'article L. 549-15 du code monétaire et financier, lequel prévoit qu'un « décret précise les informations, mentionnées aux I et II, que le système consolidé de publication doit notamment rendre publiques ». L'article 6-7° du décret du 6 septembre 2017 précise, à l'article D. 549-5 du code monétaire et financier, quels éléments doivent être fournis. Il s'agit en réalité des mêmes que ceux qui sont mentionnés à l'article D. 549-4, lesquels concernent les APA.

Pourtant, lorsque l'on est en présence d'*equity instruments*, des informations supplémentaires doivent être rendues publiques. Tel est le cas, en premier lieu, lorsqu'il est prévu de déroger à l'obligation de publier les prix en continu, pendant les heures de négociation normales¹⁹. Dans cette hypothèse, l'article D. 549-5, I, 1° du code monétaire et financier exige qu'un indicateur précise de quelle dérogation la transaction a fait l'objet²⁰. Tel est le cas, en second lieu, si « un algorithme informatique au sein du prestataire de services d'investissement autre qu'une société de gestion de portefeuille est responsable de la décision d'investissement ou de l'exécution de la transaction ». Dans cette hypothèse, l'article D. 549-5, I, 2° du code monétaire et financier exige qu'il soit précisé que cette méthode de trading a été utilisée.

16. Date d'entrée en vigueur. Pour les CTP concernant les *non equity instruments*, la date d'entrée en vigueur est retardée au 3 septembre 2019. En effet, il a semblé que la mise en place de cette consolidation était plus difficile à réaliser que pour les *equity instruments*. Ce délai supplémentaire permet donc de tirer parti de l'expérience des CTP sur *equity*.

C. La déclaration

17. ARM. Le code monétaire et financier est assez sobre quant à la troisième forme de communication de données. Selon l'article L. 549-20 du code monétaire et financier, « un mécanisme de déclaration agréé met en place des politiques et des dispositifs adéquats pour déclarer les informations prévues à l'article 26 de MIFIR, le plus rapidement possible et au plus tard au terme du jour ouvrable suivant le jour d'exécution de la transaction et les déclare conformément aux exigences prévues à cet article 26 ». Cet article 26 est justement intitulé « Obligation de déclarer les transactions ».

18. Instruments financiers concernés. Selon l'article 26, 2 de MIFIR, l'obligation de déclarer s'applique « a) aux instruments financiers qui sont admis à la négociation ou négociés sur une plate-forme de négociation ou pour

¹⁵ Art. L. 549-17 c. mon. fin.

¹⁶ V. art. L. 549-15, I et II c. mon. fin.

¹⁷ V. art. L. 549-15, III c. mon. fin.

¹⁸ V. art. L. 549-16 al. 1 c. mon. fin.

¹⁹ Cette obligation est prévue par l'article 3, paragraphe 1 du Règlement 600/2014.

²⁰ Ces dérogations sont mentionnées à l'article 4, paragraphe 1, points a ou b.

lesquels une demande d'admission à la négociation a été présentée ; b) aux instruments financiers dont le sous-jacent est un instrument financier négocié sur une plate-forme de négociation ; et c) aux instruments financiers dont le sous-jacent est un indice ou un panier composé d'instruments financiers négociés sur une plate-forme de négociation ». Il est ajouté que « cette obligation s'applique aux transactions sur les instruments financiers visés aux points a) à c), que ces transactions soient ou non exécutées sur une plate-forme de négociation ». Le terme de transaction ne doit pas seulement s'entendre de l'achat et de la vente : il est désormais étendu à d'autres opérations ²¹.

19. Débiteurs de l'obligation de déclaration. Les premiers débiteurs de l'obligation de déclarer sont « les entreprises d'investissement qui *exécutent* des transactions sur instruments financiers » ²². Il s'agit ensuite des « entreprises d'investissement qui *transmettent* des ordres » ²³. Il s'agit enfin des « opérateurs de plates-formes de négociation [lorsque] les transactions relatives à des instruments financiers négociés sur leur plate-forme [...] sont exécutées au moyen de leurs systèmes par des entreprises ne relevant pas du présent règlement ».

Pour autant, les déclarations peuvent être faites « soit par l'entreprise d'investissement elle-même, soit par un mécanisme de déclaration agréé agissant pour son compte, soit par la plate-forme de négociation dont le système a servi à réaliser la transaction » ²⁴.

Les transactions peuvent aussi avoir été déclarées à un référentiel central, lequel est « une personne morale qui collecte et conserve de manière centralisée les enregistrements relatifs aux produits dérivés » ²⁵ qui est reconnu comme un mécanisme de déclaration agréé ²⁶ et qui doit transmettre lui-même les informations concernant les contrats financiers à l'autorité compétente.

« Les entreprises d'investissement sont responsables de l'exhaustivité, de l'exactitude et des délais de présentation des déclarations » ²⁷. « Par dérogation à cette responsabilité, lorsqu'une entreprise d'investissement déclare les éléments détaillés de ces transactions par l'intermédiaire d'un mécanisme de déclaration agréé agissant pour son compte ou d'une plate-forme de négociation, l'entreprise d'investissement n'est pas responsable des carences dans l'exhaustivité, l'exactitude ou les délais de présentation des déclarations qui sont imputables au mécanisme de déclaration agréé ou à la plate-forme de négociation. En pareil cas et sous réserve de l'article 66, paragraphe 4, de MIFID II, le mécanisme de déclaration agréé ou la plate-forme de négociation est responsable de la carence » ²⁸. « Toutefois, il appartient aux entreprises d'investissement de prendre des mesures raisonnables pour vérifier l'exhaustivité, l'exactitude et les délais de présentation des déclarations de transaction faites en leur nom » ²⁹.

20. Informations à déclarer. « Les déclarations comportent en particulier les noms et numéros des instruments financiers achetés ou vendus, la quantité, la date et l'heure d'exécution, le prix de la transaction, une mention permettant d'identifier les clients pour le compte desquels l'entreprise d'investissement a exécuté la transaction, une mention permettant d'identifier, au sein de l'entreprise d'investissement, les personnes et algorithmes informatiques responsables de la décision d'investissement et de l'exécution de la transaction, une mention permettant de déterminer la dérogation applicable en vertu de laquelle la transaction a eu lieu, des moyens d'identifier les entreprises d'investissement concernées et une mention permettant d'identifier une vente à découvert, au sens de l'article 2, paragraphe 1, point b), du règlement (UE) n° 236/2012, portant sur des actions ou des dettes souveraines relevant des articles 12, 13 et 17 dudit règlement. Pour les transactions qui n'ont pas lieu sur une plate-forme de négociation, les déclarations contiennent aussi une mention permettant d'identifier les types de transactions, conformément aux mesures à adopter en vertu de l'article 20, paragraphe 3, point a), et de l'article 21, paragraphe 5, point a). Pour les instruments dérivés sur matières premières, les déclarations indiquent si la transaction réduit le risque d'une manière qui peut être objectivement mesurée conformément à l'article 57 de MIFID II » ³⁰. « Pour déclarer la mention permettant d'identifier les clients [...], les entreprises d'investissement utilisent un identifiant pour personne morale établi pour identifier les clients qui sont des personnes morales » ³¹. « Lorsque les déclarations de transaction comportent des erreurs ou des omissions, le mécanisme de déclaration agréé, l'entreprise d'investissement ou la plate-forme de négociation qui déclare la transaction corrige l'information et présente une déclaration corrigée à l'autorité compétente » ³².

²¹ V. art. 2 RD 2017/590.

²² Art. 26, 1 MIFIR.

²³ Art. 26, 4 MIFIR.

²⁴ Art. 26, 7, al. 1 MIFIR.

²⁵ Art. 2, 2 du règlement (UE) n° 648/2012 du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux

²⁶ V. art. 26, 7, al. 7 MIFIR qui renvoie à l'article 9 du règlement (UE) n° 648/2012 du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, précité.

²⁷ art. 26, 7, al. 2 MIFIR.

²⁸ Art. 26, 7, al. 3 MIFIR.

²⁹ Art. 26, 7, al. 4 MIFIR.

³⁰ Art. 26, 3 MIFIR.

³¹ Art. 26, 6 MIFIR. Il s'agit du *Legal Entity Identifier (LEI)*.

³² V. Art. 26, 7, al. 8 MIFIR.

21. Autorités compétentes. Plusieurs autorités compétentes sont mentionnées à l'article 26, 1 de MIFIR. Il est d'abord mentionné une autorité compétente sans plus de précision. Il s'agit, dans ce cas et pour la France, de l'Autorité des marchés financiers. Il est ensuite mentionné « l'autorité compétente du marché le plus pertinent en termes de liquidité pour ces instruments financiers » : celle-ci reçoit aussi les informations à l'initiative de la première autorité compétente. Le marché le plus pertinent est celui « ayant enregistré sur l'année civile précédente, pour l'instrument concerné, le plus important volume d'échanges »³³.

Enfin, « les autorités compétentes fournissent à l'AEMF, à la demande de celle-ci, toutes les informations qui font l'objet d'une déclaration ».

« Lorsque, conformément à l'article 35, paragraphe 8, de [MIFID II], les déclarations prévues au présent article sont transmises à l'autorité compétente de l'État membre d'accueil, celle-ci communique ces informations aux autorités compétentes de l'État membre d'origine de l'entreprise d'investissement, sauf si les autorités compétentes de l'État membre d'origine décident qu'elles ne souhaitent pas les recevoir »³⁴.

II. Les prestataires

22. Profession habituelle. Selon l'article L. 549-1 du code monétaire et financier, les prestataires de services de communication de données sont définis comme « des personnes qui fournissent des services de communication de données au sens de l'article L. 323-1 à titre de profession habituelle ». De cette définition, on pourra retenir deux éléments. D'une part, le prestataire doit agir à titre de profession habituelle, ce qui se caractérise par le fait qu'il bénéficie d'un agrément. D'autre part, le prestataire se définit par les services qu'il fournit. De même que les prestataires de services d'investissement se caractérisent par le fait qu'ils fournissent des services d'investissement, les prestataires de services de communication de données ont pour caractéristique logique de fournir des services de communication de données. L'article L. 549-1 renvoie alors évidemment à l'article L. 323-1³⁵.

Ces prestataires doivent surtout être envisagés comme des intermédiaires entre les producteurs de données et les consommateurs finaux. Les producteurs de données sont les plates-formes de négociation et les prestataires de services d'investissement. Les consommateurs finaux ne doivent bien évidemment pas être envisagés au sens du droit de la consommation. Ce sont le plus souvent des sociétés de gestion d'actif (*asset management*) qui recourent aux données pour créer des instruments financiers ou pour valoriser des portefeuilles. Ils veulent donc une information complète, cohérente, fiable et vérifiée, dans des délais les plus rapides possibles. Comme on l'a vu, les producteurs de données peuvent aussi les publier, les consolider ou les déclarer. Mais il y a aussi des intermédiaires qui disposent d'une technologie extrêmement performante, tels que *Thomson Reuters* ou *Bloomberg*. Quoi qu'il en soit, les prestataires de services de communication de données doivent bénéficier d'un agrément (A), ils doivent être vigilants quant à la gouvernance (B) et ils doivent être irréprochables quant à la sécurité (C).

A. L'agrément

23. Obtention. Les règles en matière d'agrément sont précisées aux articles L. 549-2 et suivants du code monétaire et financier. En principe, c'est l'Autorité des marchés financiers qui est compétente en France pour accorder cet agrément spécifique³⁶. La personne qui demande un agrément initial doit fournir « toute information dont l'Autorité des marchés financiers a besoin, y compris un programme d'activité présentant notamment le type de services envisagés et la structure organisationnelle retenue »³⁷. Cependant, « des services de communication de données peuvent [aussi] être fournis par un prestataire de services d'investissement autre qu'une société de gestion de portefeuille si son agrément reçu conformément aux articles L. 532-1 à L. 532-5 le prévoit et par une entreprise de marché autorisée à cet effet par l'Autorité des marchés financiers »³⁸. Cela signifie que l'agrément d'un PSI est octroyé par l'ACPR, mais le programme d'activité doit être approuvé par l'AMF.

Après la date de réception du dossier de demande d'agrément, l'AMF dispose d'un délai de six mois pour notifier sa décision³⁹. Toutefois, « le silence gardé par l'Autorité des marchés financiers au-delà [de ce délai] vaut rejet de la demande »⁴⁰. « L'Autorité des marchés financiers ne peut délivrer un agrément si elle n'a pas l'assurance que la ou les personnes qui dirigent effectivement l'activité du prestataire de services de communication de données jouissent d'une honorabilité suffisante, ou s'il existe des raisons objectives et démontrables d'estimer que le

³³ Art. 16, Règlement délégué (UE) 2017/590 de la Commission du 28 juillet 2016 complétant le règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation pour la déclaration de transactions aux autorités compétentes

³⁴ Art. 26, 8 MIFIR.

³⁵ L'article L. 323-2 a pour unique finalité de renvoyer aux articles L. 549-1 et suivants : « Les services énumérés à l'article L. 323-1 sont fournis selon les modalités et aux conditions définies au chapitre IX du titre IV du livre V et au livre VI ».

³⁶ V. Art. L. 549-2 al. 1 c. mon. fin.

³⁷ Art. L. 549-3 al. 1 c. mon. fin.

³⁸ Art. L. 549-2, al. 3 c. mon. fin.

³⁹ V. art. L. 549-4 al. 1 c. mon. fin.

⁴⁰ Art. R. 549-2 c. mon. fin.

changement de direction proposé risquerait de compromettre la gestion saine et prudente dudit prestataire et la prise en compte appropriée de l'intérêt de ses clients et de l'intégrité du marché ». Lorsqu'un agrément est délivré, il doit être notifié « par l'Autorité des marchés financiers à l'Autorité européenne des marchés financiers »⁴¹. Le prestataire de services de communication de données peut alors fournir des services de communication de données sur tout le territoire de l'Union européenne et de l'Espace économique européen⁴². A titre d'exemple, au 3 janvier 2018, la *Financial Conduct Authority* (FCA) de la City de Londres a accordé trois agréments pour des APA/ARM (dont *Bloomberg Data Reporting Services Limited* et *London Stock Exchange plc*) et trois pour des APA.

24. Effets. « L'Autorité des marchés financiers tient le registre des prestataires de services de communication de données. Ce registre est public et contient les informations sur les services de communication de données pour lesquels chacune de ces personnes est agréée. Il est régulièrement mis à jour »⁴³. Cet agrément doit être notifié à l'Autorité européenne des marchés financiers qui, elle-même, « établit une liste de tous les prestataires de services de communication de données de l'Union. La liste contient des informations sur les services pour lesquels le prestataire de services de communication de données est agréé, et elle est régulièrement mise à jour. L'AEMF publie et tient à jour cette liste sur son site internet »⁴⁴.

Bien sûr, « un prestataire de services de communication de données doit satisfaire à tout moment aux conditions de son agrément »⁴⁵.

Il est aussi possible de demander une modification de cet agrément. Tel peut être le cas lorsqu'un prestataire de services de communication de données souhaite étendre son activité à d'autres services de communication de données. Il doit dans ce cas soumettre à l'Autorité des marchés financiers une demande de modification de son agrément⁴⁶. Par ailleurs, « toute modification substantielle des conditions auxquelles était subordonné l'agrément délivré à un prestataire de services de communication de données doit être notifiée préalablement à l'Autorité des marchés financiers »⁴⁷.

25. Retrait. La demande de retrait d'agrément peut être formulée par le prestataire. Mais l'AMF peut aussi décider d'office de retirer un agrément dans certains cas : « 1° Si le prestataire de services de communication de données ne remplit plus les conditions ou les engagements auxquels étaient subordonnés son agrément ou une autorisation ultérieure ; 2° Si le prestataire de services de communication de données n'a pas fait usage de son agrément dans un délai de douze mois ou s'il n'exerce plus son activité depuis au moins six mois ; 3° Si le prestataire de services de communication de données a obtenu l'agrément par de fausses déclarations ou par tout autre moyen irrégulier ; 4° Si le prestataire de services de communication de données a gravement et systématiquement enfreint les dispositions qui lui sont applicables »⁴⁸. « En cas de retrait d'agrément, ce retrait est mentionné sur le registre durant une période de cinq ans »⁴⁹.

B. La gouvernance

26. Qualités. Les membres du conseil d'administration, du conseil de surveillance et du directoire, le directeur général et les directeurs généraux délégués, ainsi que toute autre personne ou membre d'un organe exerçant des fonctions équivalentes, de même que toute autre personne qui dirige effectivement l'entreprise doivent disposer « à tout moment de l'honorabilité, des connaissances, des compétences et de l'expérience nécessaire à l'exercice de leurs fonctions »⁵⁰. Ce sont donc des qualités requises individuellement et *a priori* pour chacune des personnes mentionnées. En conséquence, il est nécessaire qu'en cas de changement de personnes, l'AMF en soit informée⁵¹. Par ailleurs, lorsqu'une entreprise de marché demande l'agrément pour fournir des services de communication de données, ses dirigeants sont réputés respecter les exigences de cet article⁵², car ce sont celles qui sont déjà requises pour l'entreprise de marché.

Ces exigences se retrouvent à l'identique pour l'ensemble des organes de direction des entreprises du secteur financier, spécialement depuis la crise financière. Il s'agit de garantir une gestion saine et prudente de ces entreprises, de favoriser l'intégrité du marché et de promouvoir l'intérêt des investisseurs.

⁴¹ Art. R. 549-3 c. mon. fin.

⁴² V. art. L. 549-24, al. 1 c. mon. fin.

⁴³ Art. L. 549-2, II, al. 1 c. mon. fin.

⁴⁴ Art. 59, 3 MIFID

⁴⁵ Art. L. 549-2 al. 2 c. mon. fin.

⁴⁶ V. art. L. 549-3, al. 2 c. mon. fin.

⁴⁷ V. art. L. 549-3, al. 3 c. mon. fin.

⁴⁸ Art. L. 549-5 c. mon. fin.

⁴⁹ Art. L. 549-2, II, al. 2 c. mon. fin.

⁵⁰ Art. L. 549-6 c. mon. fin. Le Considérant 53 de la directive MIF II insiste aussi sur l'importance de la diversité au sein des organes de direction en ce qui concerne l'âge, le sexe, l'origine géographique, la formation et les compétences professionnelles.

⁵¹ V. art. L. 549-9 c. mon. fin.

⁵² V. Art. L. 549-8 c. mon. fin.

27. Obligations. Ces mêmes personnes sont ensuite tenues à des obligations. Elles doivent « a) Consacrer un temps suffisant à l'exercice de leurs fonctions au sein de l'entreprise ; b) Disposer collectivement des connaissances, des compétences et de l'expérience nécessaires à la compréhension de l'ensemble des activités du prestataire de services de communication de données ; c) Agir avec une honnêteté, une intégrité et une indépendance d'esprit qui [leur] permettent, si nécessaire, de remettre en cause les décisions des personnes qui leur rendent compte de la gestion quotidienne ainsi que de superviser efficacement les décisions prises en matière de gestion »⁵³. Elles doivent aussi définir et superviser « la mise en œuvre d'un dispositif de gouvernance garantissant une gestion efficace et prudente du prestataire de services de communication de données, notamment la ségrégation des tâches et la prévention des conflits d'intérêts, de manière à promouvoir l'intégrité du marché et l'intérêt de ses clients »⁵⁴.

28. Conflits d'intérêt. La question des conflits d'intérêts est abordée de manière récurrente pour chacun des services de communication de données, qu'il s'agisse d'un APA, d'un CTP ou d'un ARM. Toutefois, même si les dispositions se ressemblent, les nuances sont essentielles.

Ainsi, « un dispositif de publication agréé met en œuvre et maintient des dispositifs administratifs efficaces pour prévenir les conflits d'intérêts avec ses clients [et] si un dispositif de publication agréé est également une entreprise de marché ou une entreprise d'investissement, il traite toutes les informations collectées d'une manière non discriminatoire et met en œuvre et maintient les dispositifs nécessaires pour séparer ses différentes activités »⁵⁵. Cela signifie que si une entreprise de marché exerce aussi une activité d'APA, elle doit bien séparer ses deux fonctions.

« Un système consolidé de publication met en œuvre et maintient des dispositifs administratifs efficaces pour prévenir les conflits d'intérêts [et] si une entreprise de marché ou un dispositif de publication agréé exploite également un système consolidé de publication, il traite toutes les informations collectées d'une manière non discriminatoire, met en œuvre et maintient les dispositifs nécessaires pour séparer ses différentes activités »⁵⁶. Le CTP ne doit donc pas avantager certaines informations collectées par rapport à d'autres.

« Un mécanisme de déclaration agréé met en œuvre et maintient des dispositifs administratifs efficaces pour prévenir les conflits d'intérêts avec ses clients [et] si un mécanisme de déclaration agréé est également une entreprise de marché ou une entreprise d'investissement, il traite toutes les informations collectées d'une manière non discriminatoire, met en œuvre et maintient les dispositifs nécessaires pour séparer ses différentes activités »⁵⁷.

C. La sécurité

29. Sauvegarde. Quel que soit le service de communication de données, il est demandé qu'il « prévoit des ressources suffisantes et des mécanismes de sauvegarde pour pouvoir assurer ses services à tout moment »⁵⁸. Il faut en effet comprendre que les services de communication de données ont besoin d'ordinateurs puissants permettant de conserver les données dans les meilleures conditions et sans pertes (à cause de problèmes de sauvegarde ou d'intrusion par des *hackers*). Quelques exigences assez similaires sont ensuite exigées selon que l'on est en présence d'un APA, d'un CTP ou d'un ARM.

30. APA. « Un dispositif de publication agréé dispose de mécanismes de sécurité fiables pour garantir la sécurité des moyens de transfert d'information, réduire le risque d'altération des données et d'accès non autorisé et empêcher les fuites d'informations avant la publication »⁵⁹. Il lui est aussi demandé de mettre en place « des systèmes capables de vérifier efficacement l'exhaustivité des déclarations de transactions, d'identifier les omissions et les erreurs manifestes et de demander une nouvelle transmission des déclarations le cas échéant »⁶⁰.

31. CTP. « Un système consolidé de publication met en place des mécanismes de sécurité fiables pour garantir la sécurité des moyens de transfert de l'information et réduire le risque d'altération des données et d'accès non autorisé »⁶¹. Sa responsabilité est donc moins élevée que celle d'un APA.

32. ARM. « Un mécanisme de déclaration agréé met en place des mécanismes de sécurité fiables pour garantir la sécurité et l'authentification des moyens de transfert de l'information, réduit le risque d'altération des données et d'accès non autorisé et empêche les fuites d'informations afin de maintenir en permanence la confidentialité des données »⁶². Il lui est aussi demandé de mettre en place « des systèmes capables de vérifier efficacement l'exhaustivité des déclarations de transactions, de repérer les omissions et les erreurs manifestes dues à l'entreprise

⁵³ Art. L. 549-7 c. mon. fin.

⁵⁴ Art. L. 549-10 c. mon. fin.

⁵⁵ Art. L. 549-12 c. mon. fin.

⁵⁶ Art. L. 549-18

⁵⁷ Art. L. 549-21

⁵⁸ Art. L. 549-13, al. 2 c. mon. fin. ; art. L. 549-19, al. 2 c. mon. fin. ; art. L. 549-22, al. 2 c. mon. fin.

⁵⁹ Art. L. 549-13, al. 1 c. mon. fin.

⁶⁰ Art. L. 549-14 c. mon. fin.

⁶¹ Art. L. 549-19, al. 1 c. mon. fin.

⁶² Art. L. 549-22, al. 1 c. mon. fin.

d'investissement et, lorsqu'une telle erreur ou omission se produit, de communiquer les détails de cette erreur ou omission à l'entreprise d'investissement et demande une nouvelle transmission des déclarations le cas échéant [, ainsi que] des systèmes lui permettant de détecter les erreurs ou omissions de son fait, de corriger les déclarations de transactions, de transmettre ou transmettre à nouveau, selon le cas, à l'Autorité des marchés financiers des déclarations de transactions correctes et complètes »⁶³.

33. Conclusion. C'est surtout la consolidation des données par les CTP qui est la plus essentielle, compte tenu de la fragmentation des marchés qui était apparue avec la première directive MIF en 2004. Les dispositions concernant l'exploitation d'un système consolidé de publication sont envisagées de manière très ambitieuse par la directive et le règlement de 2014. Pourtant, elles ne peuvent être mises en place de manière efficace à la date d'entrée en vigueur de la réforme. Il faudra donc attendre quelques années avant de pouvoir se faire une opinion sur ces mécanismes censés apporter davantage de transparence.

⁶³ Art. L. 549-23 c. mon. fin.