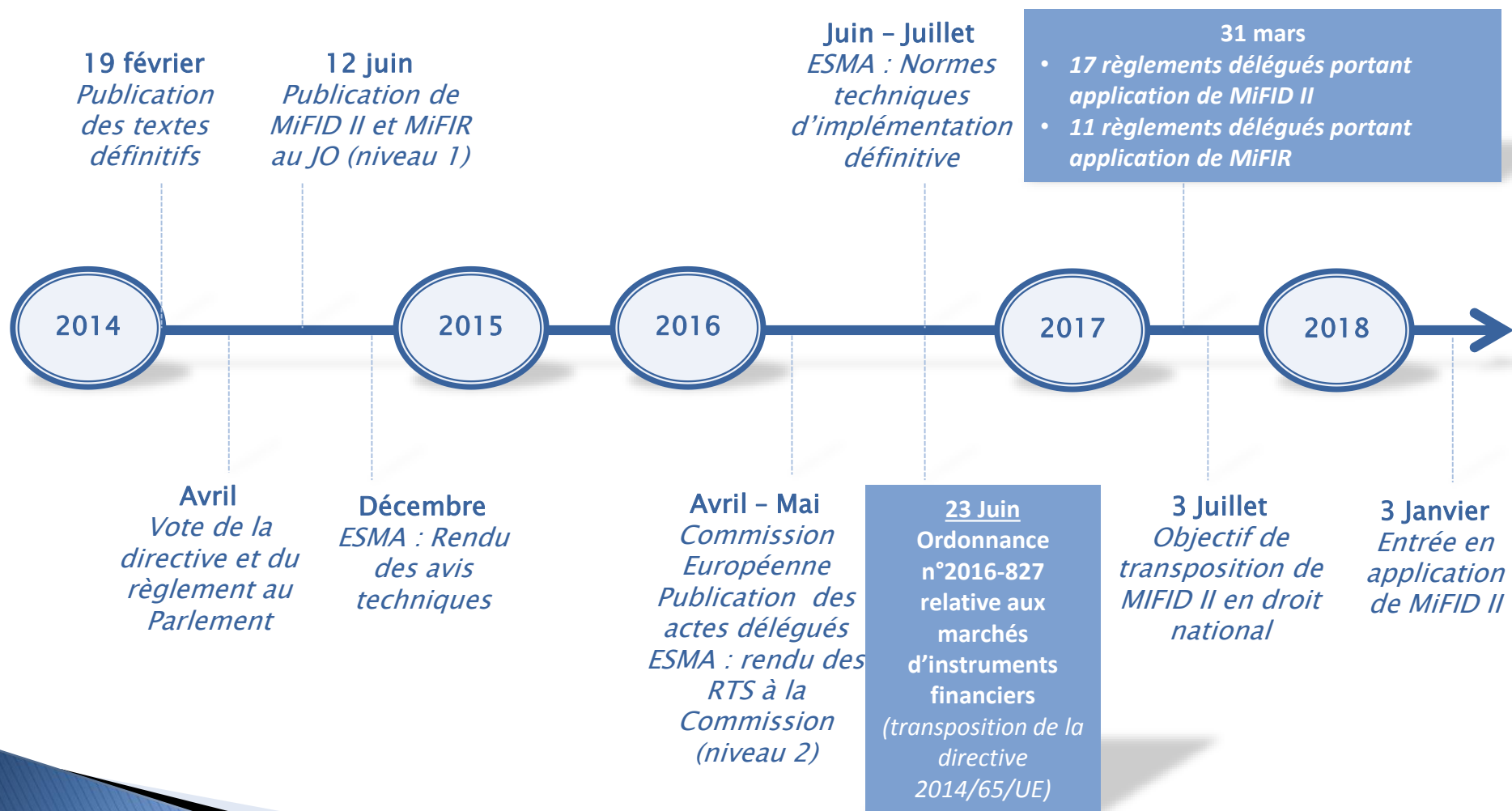
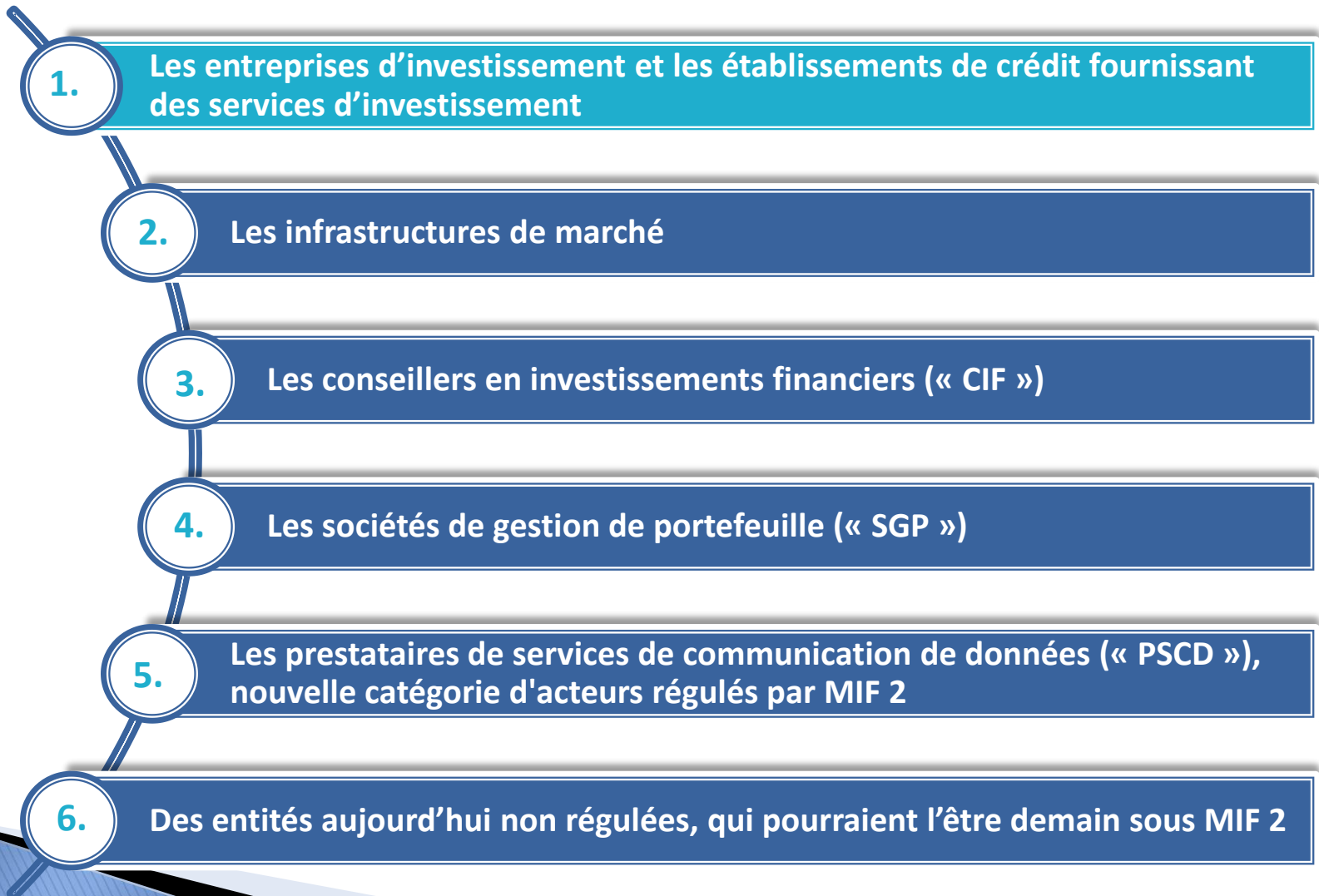


**Impacts pour les PSI
MIF II
Prevention des abus de
marche**

Introduction : Calendrier MIF 2





Les acteurs concernés

Les prestataires de services de communication de données « PSCD »

Les prestataires de services de communication de données (« PSCD »), nouvelle catégorie d'acteurs régulés par MIF 2

La directive ([articles 59 à 65](#)) introduit le nouveau concept de services de communication de données, avec **trois services** :

L'exploitation d'un ARM

• **Approved Reporting Mechanism**

- Entité qui déclare au régulateur pour le compte d'entreprises d'investissement les transactions effectuées, en conformité avec l'exigence de déclaration des transactions prévue à [l'article 26 de MIFIR *](#)

L'exploitation d'un APA

• **Approved Publication Arrangement**

- Entité qui assure pour le compte d'entreprises d'investissement la publication de leurs transactions, en conformité avec les **exigences de transparence post-négociation** qui pèsent sur les entreprises d'investissement en application des [articles 20 et 21 de MIFIR*](#)

L'exploitation d'un CTP

• **Consolidated Tape Provider**

- Entité qui opère un système de consolidation de données

Les acteurs concernés

Les prestataires de services de communication de données « PSCD »

Définition (art. L 549-1 du CMF)

Les **prestataires de services de communication de données** sont des personnes qui fournissent des services de communication de données à titre de profession habituelle, ces services étant :

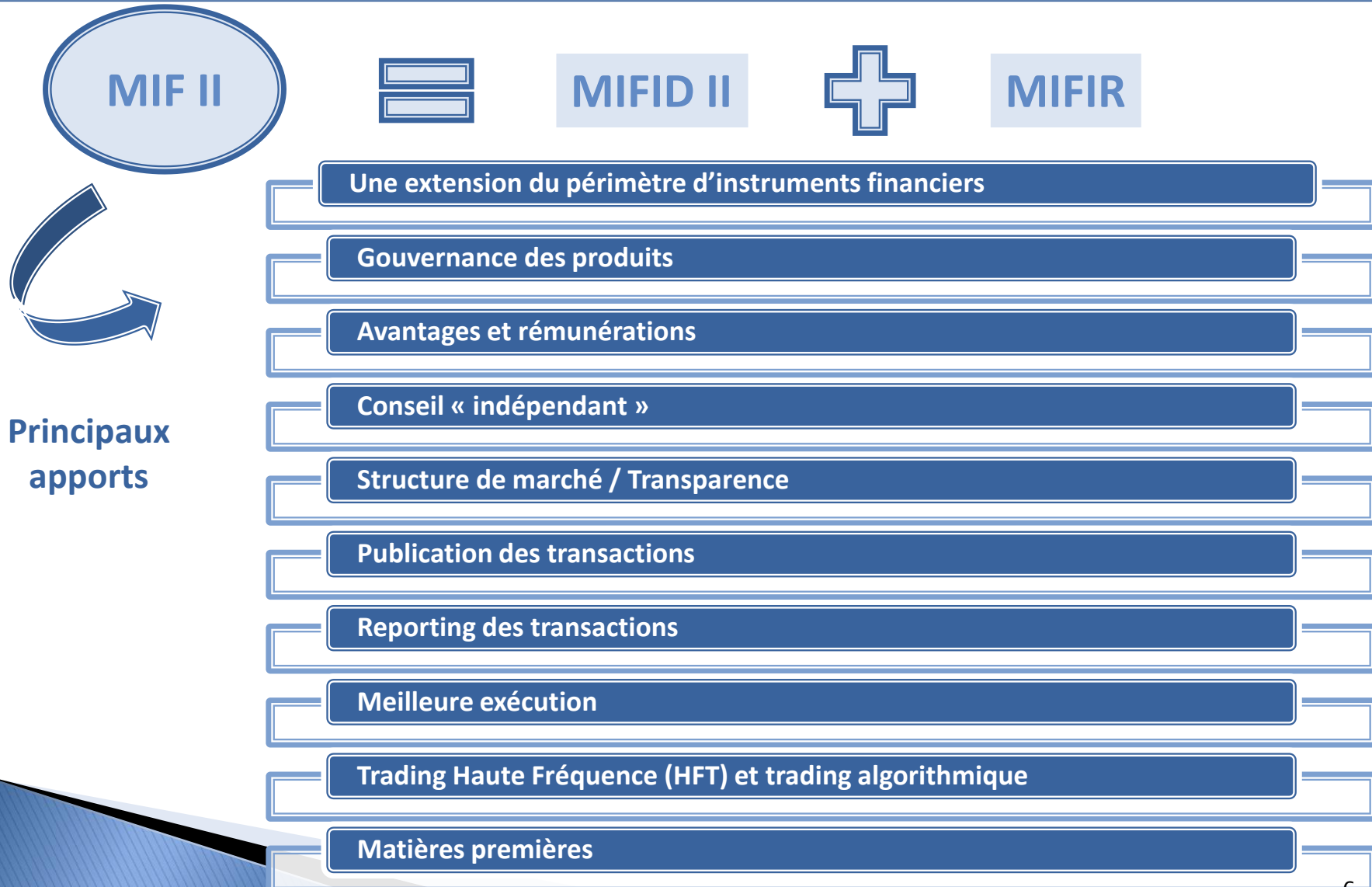
1° L'exploitation d'un **dispositif de publication agréé**, qui fournit des services de publication de rapports de négociation pour le compte:

- *d'entreprises d'investissement et*
- *d'établissements de crédit agréés pour fournir des services d'investissement*

2° L'exploitation d'un **système consolidé de publication**, qui fournit un **service de collecte des rapports de négociation sur les instruments financiers concernés** (*actions, certificats représentatifs, fonds cotés, certificats préférentiels et autres instruments financiers similaires, obligations, produits financiers structurés, quotas d'émission et instruments dérivés*), auprès des plates-formes de négociation et de dispositifs de publication agréés, et un **service de regroupement de ces rapports en un flux électronique de données actualisé en continu**, offrant des données de prix et de volume pour chaque instrument financier et quota d'émission de gaz à effet de serre

3° L'exploitation d'un **mécanisme de déclaration agréé**, qui fournit à des entreprises d'investissement et à des établissements de crédit agréés pour fournir des services d'investissement un **service de déclaration détaillée des transactions à l'Autorité des marchés financiers ou à l'Autorité européenne des marchés financiers**.

Les principaux apports de MIF II



Une extension majeure du périmètre d'instruments financiers concernés

Alors que MIF 1 n'imposait la transparence que sur les quelques milliers d'actions admises aux négociations sur un marché réglementé européen (6000 environ), MIF 2 étend cette exigence à **des centaines de milliers d'instruments financiers, en particulier obligataire et dérivés.**

A diagram illustrating the expansion of the financial instruments covered by MIF 2 compared to MIF 1. It consists of two blue arrows pointing to the right. The first arrow is smaller and labeled 'MIF 1 : Actions'. The second arrow is significantly larger and labeled 'MIF 2 :', containing a list of instrument types: 'Actions et assimilés (ETF, certificats)', 'Non actions (dérivés, obligations, produits structurés et quotas de CO2)'.

MIF 1 : Actions

MIF 2 :

- Actions et assimilés (ETF, certificats)
- Non actions (dérivés, obligations, produits structurés et quotas de CO2)

Enjeux de la nouvelle directive en matière de transparence

Sur les instruments actions et assimilés, amélioration du régime de transparence existant

Corriger les brèches nées des évolutions de la structure du marché depuis l'entrée en vigueur de MIF1

Mieux encadrer les exemptions dont bénéficient *les dark pools* : limiter l'usage de certaines dérogations

Enrichir l'information publiée

Étendre la transparence aux instruments assimilables aux actions (*Equity-like*) : ETF, certificats

Extension de la transparence aux autres instruments (non actions)

Limitée aux seuls instruments admis aux négociations sur une plateforme

Approche prudente, assortie de nombreuses exemptions, visant à ne pas dégrader la liquidité

Des enjeux opérationnels forts

Sur les dérivés de matières premières, une transparence accrue sur les positions ouvertes

MIF II établit un régime de transparence pré- et post- négociation sur actions et assimilés, ainsi que sur les instruments « autres que les actions » soit les dérivés, les obligations ; les produits structurés et les quotas carbone.

Il s'agit de:

- la transparence pré-négociation en temps réel pour les ordres sur plates-formes
- la transparence post-négociation en temps réel pour les transactions, qu'elles interviennent sur des plates-formes ou de gré à gré.

Exigences
de MIF 2 :

Transparence pré-négociation	Transparence post- négociation
<ul style="list-style-type: none">• <u>Publication par les plateformes de négociation</u> des prix à l'achat et à la vente et des quantités correspondantes• Calibration selon les différents systèmes de négociation• <u>Pour les IS</u>, publication des prix fermes sur les instruments liquides négociables sur une plateforme de négociation• Possibilités de dérogation	<ul style="list-style-type: none">• <u>Pour les plateformes de négociation</u>, publication des prix, volume et heure des transactions en temps réel• <u>Pour les entreprises d'investissement</u>, publication des prix, volume et heure des transactions effectuées sur des instruments négociables sur une plateforme de négociation• Possibilités de publication différée

Ce régime de transparence est assorti de dérogations à la transparence pré-négociation et d'autorisations de publication différée.



Des dérogations davantage encadrées pour les actions, avec l'introduction d'un « double cap » limitant la proportion de transactions effectuées sans transparence pré-négociation



Des dérogations calibrées sur les autres instruments, notamment obligataires, pour concilier au mieux transparence et liquidité



Obligation de négociation pour les actions (article 23 de MIFIR)



Obligation de négociation pour certains dérivés (article 28 de MIFIR)

Obligation de négociation pour les actions (*article 23 de MIFIR*)

- L'un des apports majeurs de MIF II concerne la **mise en place de l'obligation de négociation des actions sur** :
 - *marchés réglementés (MR),*
 - *système multilatéraux de négociation (SMN) et*
 - *internalisateurs systématiques (IS).*
- Cette nouvelle obligation permettra de **limiter la part des transactions exécutées de gré à gré.**
- En effet, l'exécution de gré à gré des actions sera limitée aux transactions non systématiques, ad hoc, occasionnelles, et peu fréquentes ou aux transactions exécutées entre professionnels et/ou contreparties éligibles et ne contribuant pas à la formation du prix.

Obligation de négociation pour certains dérivés (*article 28 de MIFIR*)

- En ce qui concerne l'encadrement des dérivés, le régime de transparence est complété par une **obligation de négociation sur plates-formes** (MR, SMN, OTF) pour les **dérivés** :
 - soumis à l'obligation de compensation centrale et qui
 - seront jugés suffisamment liquides par l'ESMA.
- Contrairement au régime de transparence qui concernera une large population d'instruments financiers dès l'entrée en application de MIF II, l'obligation de négociation sur plates-formes est *un processus au fil de l'eau* puisque la **population de dérivés concernée sera amenée à s'accroître progressivement au fur et à mesure que certaines classes de dérivés seront soumises à l'obligation de compensation.**
- Elle devrait concerner dans un premier temps les instruments dérivés de taux.

Une nouvelle catégorie de plateforme de négociation (hors actions) : les OTF

Une nouvelle catégorie de plateforme de négociation (hors actions) : les OTF

Caractéristiques communes avec les MTF

- Un système multilatéral opéré par une entreprise de marché ou une entreprise d'investissement
- Des règles transparentes assurant une négociation équitable et ordonnée et fixant des critères objectifs en vue de l'exécution efficace des ordres dans le système

Caractéristiques spécifiques d'un OTF

- Ne concerne pas les actions**
- Pouvoir discrétionnaire de l'opérateur d'OTF dans l'exécution des ordres dans les deux cas :**
 1. *En décidant de placer ou de retirer un ordre sur l'OTF*
 2. *En décidant de ne pas apparier un ordre spécifique avec les ordres disponibles dans le système à un moment donné*
- Moins de limitations pour un opérateur d'OTF :**
 1. *Autorisation du Matched Principal Trading (MPT) à condition que le client donne son consentement, sauf sur les dérivés soumis l'obligation de compensation*
 2. *Interdiction du compte propre sauf pour les instruments sur la dette souveraine considérés comme illiquides (sovereign illiquid bonds)*
- Un OTF a des clients** (et non des membres ou participants)

Rappel : Vue d'ensemble – plateforme multilatérale et exécution bilatérale

Plateforme multilatérale

OTF (systèmes organisés de négociation)



Nouveau concept, limité aux obligations, produits financiers structurés, quotas d'émission et instruments dérivés

MTF (systèmes multilatéraux de négociation)

Concept déjà existant

MR (marchés réglementés)

Concept déjà existant

Obligation de négociation pour actions

Obligation de négociation pour instruments dérivés soumis à l'obligation de compensation, négociés sur au moins une plateforme de négociation et suffisamment liquides

Exécution bilatérale

Internalisateurs systématiques (IS)

Concept déjà existant mais révisé de manière substantielle

Gré à gré (« pur » OTC)
MIF 2 resserre considérablement les activités de gré à gré – ad hoc, occasionnel, peu fréquent

Les instruments dérivés déclarés soumis à l'obligation de négociation ne peuvent pas être négociés de gré à gré ou via des IS

Obligation de transparence pré-négociation

Obligation de transparence post-négociation

Les obligations de transparence post-négociation sont renforcées sous MIF2 (*articles 6, 10, 20 et 21 de MiFIR*) et visent désormais, en plus des actions :

- les **instruments assimilés aux actions** (*ETF, 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 plateforme de négociation.*

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**, dans la mesure où les moyens techniques le permettent, sauf exemptions prévues.

Transactions 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 (APA)**, immédiatement après la conclusion de la transaction, sauf exemptions prévues.

• La liste des APA agréés sera publiée par l'ESMA

MIF 2 (article 26 de MiFIR) renforce les obligations de reporting des transactions au régulateur, avec un champ d'application étendu en termes d'instruments financiers et des informations plus riches.

1. Renforcement / enrichissement

- **Renforcer la supervision des entreprises d'investissement et la détection des abus de marché** (notamment via la collecte des identifiants du client final, plus-value majeure pour la surveillance des marchés)

2. Harmonisation

- **Harmoniser au niveau européen les modalités du *reporting* des transactions**
- **Standardiser les schémas déclaratifs**
- **Fin du double *reporting* des succursales**

Les entreprises d'investissement qui exécutent des transactions sur instruments financiers font une **déclaration détaillée, complète et exacte** de ces transactions au régulateur **au plus tard au terme du jour ouvrable suivant** (*J+1 23 :59 :59, J étant la date de transaction*).



Un champ d'application étendu en termes d'instruments financiers



Un reporting plus riche, avec des informations nouvelles



Une obligation étendue, sous certaines conditions, aux entités agissant en qualité de RTO



Trois canaux de reporting possibles



Agenda prévisionnel concernant la mise en oeuvre opérationnelle

En terme d'instruments financiers concernés : Un champ d'application étendu

L'obligation s'applique à **3 catégories d'instruments financiers** :

Les IF admis à la négociation ou négociés sur une plate-forme de négociation (PFN = MR + SMN + OTF), ou pour lesquels une demande d'admission à la négociation a été présentée ;

Les IF dont le sous-jacent est un instrument financier négocié sur une plate-forme de négociation

Les IF dont le sous-jacent est un indice ou un panier composé d'instruments financiers négociés sur une plate-forme de négociation

Fin de l'exemption CESR concernant les *non-securities derivatives* : les instruments portant sur des devises, des taux ou des matières premières sont désormais inclus dans le champ d'application, sous réserve qu'ils appartiennent au périmètre décrit ci-dessus.

En terme d'acteurs concernés :

Les entreprises d'investissement qui exécutent une transaction

Les entreprises d'investissement qui transmettent des ordres pour exécution si elles ne transmettent pas l'ensemble des informations déclarables au maillon suivant de la chaîne d'exécution (RTO + Gestion sous mandat avec transmission d'ordre à un tiers pour exécution)

Les plateformes de négociation pour le compte de leurs membres qui ne sont pas des entreprises d'investissement

Mécanisme de déclaration agréé (*Approved Reporting Mechanism, ARM*) : entité agréée pour effectuer du reporting réglementaire pour le compte de tiers

**En termes de déclarants directs auprès du régulateur :
Seulement trois canaux de reporting possibles**


Les déclarations de transactions pourront être transmises aux autorités compétentes par :



Les ARM auprès
desquels les
entreprises
d'investissement
peuvent externaliser
leur RDT



Les entreprises
d'investissement
assujetties au reporting
des transactions
directement



Les plateformes de
négoce (MR/
SMN/ OTF) dont le
système a servi à
réaliser la transaction



Fin du statut actuel de « simple mandataire » en France :

Une entreprise d'investissement qui déclare pour le compte d'autres entités devra désormais être agréée au service d'exploitation d'un ARM en sollicitant une extension de son agrément

Une obligation étendue, sous certaines conditions, aux entités agissant en qualité de RTO

- Seules les **entreprises d'investissement qui exécutent des transactions** sont soumises à l'obligation de déclaration des transactions.
- Cependant, une entreprise d'investissement agissant en tant que **récepteur et transmetteur d'ordre** est soumise à **l'obligation de déclaration** dès lors qu'elle ne communique pas à l'entité à laquelle elle transmet l'ordre pour exécution certaines informations telles que l'identification du client par exemple.
- Dans ce cas, **l'entreprise d'investissement agissant en qualité de RTO est tenue de déclarer l'ensemble des caractéristiques de la transaction.**

Un reporting plus riche, avec des informations nouvelles

Les déclarations devront inclure notamment les informations suivantes :

- l'identification des **clients pour le compte desquels l'entreprise d'investissement a exécuté la transaction** :
 - ⇒ *identification des personnes morales par leur LEI et*
 - ⇒ *identification des personnes physiques par un code national qui – pour les clients de nationalité française - repose sur le nom de famille, le prénom et la date de naissance ;*
- l'identification, au sein de l'entreprise d'investissement, des **personnes et algorithmes informatiques responsables de la décision d'investissement et de l'exécution de la transaction** ;
- une **mention** permettant de **déterminer toute dérogation** aux obligations de transparence pré-négociation et post-négociation dont aurait bénéficié la transaction ;
- une **mention permettant d'identifier une vente à découvert sur les actions et dettes souveraines.**

La principale nouveauté issue de la directive

- ❑ **Publication d'un rapport annuel par les entreprises d'investissement exécutant des ordres :**
 - Informations relatives aux 5 premiers lieux d'exécution utilisés
 - Pour chaque catégorie d'IF et de clients
 - Information sur la qualité d'exécution obtenue : information sur les conclusions des analyses des données en provenance, entre autres, des rapports publiés par les lieux d'exécution
 - Niveau 2 : extension aux entités agissant en situation de RTO
 - Niveau 3 : date de publication habituelle au plus tard le 30 avril, 1^{ère} publication au 30 avril 2018, lire accès durant deux ans, format libre amis « *machine-readable electronic format* » avec un rapport pour chaque activité (RTO et exécution d'ordres)

La principale nouveauté issue de la directive

❑ Publication d'un rapport trimestriel par les lieux d'exécution :

- Données à communiquer pour chaque instrument financier
- **Pour les instruments :**
 - Soumis à l'obligation de négociation : publication par les lieux de négociation (MR, SMN, OTF) et les internalisateurs systématiques (IS)
 - Non soumis à l'obligation de négociation : publication par tous les lieux d'exécution (*trading venues + IS + Market makers + fournisseurs de liquidité*)
- Publication d'informations et d'indicateurs sur les grands facteurs de la meilleure exécution : prix, coûts, rapidité et probabilité d'exécution
- Publication adaptée en fonction des modèles de marché des lieux d'exécution (dirigés par les prix ou par les ordres)

Trading haute fréquence et Trading algorithmique

MIF II prévoit un certain nombre de dispositions encadrant la négociation algorithmique et la négociation à haute fréquence (high frequency trading ou HFT) pour répondre à un double objectif :

Objectifs MIF II ?

Améliorer la qualité du marché en prévenant et gérant les risques réels ou potentiels de fonctionnement désordonné du marché liés aux innovations technologiques et notamment les risques résultant de la négociation algorithmique y compris la négociation HFT ;

Assurer l'intégrité du marché en prévenant le risque que ces innovations technologiques ne soient utilisées à des fins de manipulations de marché.

Qu'est-ce que la négociation algorithmique ?

MIF II la définit en son article 4*(39) par référence à la négociation d'instruments financiers dans laquelle un algorithme informatique détermine automatiquement les différents paramètres des ordres avec une intervention humaine limitée ou inexistante.

Prévention des abus de marché

- **Cadre européen :**

- La directive cadre « abus de marché » 2003/6/CE publiée le 28 janvier 2003 visait à:
 - Relever le niveau d'intégrité du marché en limitant les possibilités de manipuler les marchés et de réaliser des opérations d'initiés;
 - Contribuer à harmoniser en Europe les règles concernant les abus de marché et permettre une simplification administrative en réduisant le nombre de règles et de normes applicables dans l'UE;
 - Susciter un engagement en faveur de la transparence et de l'égalité de traitement entre les acteurs de marché;
 - Imposer une collaboration et un échange d'informations entre les administrations nationales afin d'harmoniser l'application des règles dans l'UE.

Pour ce faire : prévenir **les abus de marché** (en termes d'opérations d'initiés et de manipulations de cours).

- **La directive « abus de marché 2 » (MAD 2) 2014/57/UE publiée le 16 avril 2014** abroge et renforce la précédente en établissant des règles minimales en matière de sanctions pénales applicables aux opérations d'initié (en lien avec la directive CSMAD Criminal Sanctions for Market Abuse Directive), à la divulgation illicite d'informations privilégiées et aux manipulations de marché, afin de garantir l'intégrité des marchés financiers de l'Union et de renforcer la protection des investisseurs et leur confiance dans ces marchés.

Le règlement MAR (UE) n°596/2014 du 16 avril 2014 vise à **améliorer et harmoniser le régime des abus de marché en Europe**. Il accroît le champ des infractions existantes et en introduit de nouvelles telles la tentative de délit d'initié, la manipulation d'indices de référence et de matières premières, afin de lutter contre les comportements abusifs nés de l'utilisation de nouvelles technologies. Il s'applique à tout instrument financier, effectivement échangé ou pour lequel une demande a été faite.

Le règlement MAR s'applique depuis le 3 Juillet 2016.

Les objectifs

1

Détecter et déclarer à l'AMF toute opération dont l'établissement a des raisons de suspecter qu'elle pourrait constituer **une opération d'initié ou une manipulation de cours**

2

Etablir et mettre à jour une **typologie des opérations suspectes** permettant de déceler celles qui doivent donner lieu à notification.

Interventions à un moment de référence

1

Vente ou achat d'un instrument financier, d'un [produit], délibérément à un moment de référence de la séance de négociation (ouverture, clôture, règlement, fixing) dans le but d'augmenter, de diminuer ou de maintenir le prix de référence (par exemple cours d'ouverture, cours de clôture, prix de règlement) à un niveau spécifique.

2

Passer des ordres sans intention de les exécuter

Passation d'ordres qui sont retirés avant exécution, ayant pour effet, ou susceptibles d'avoir pour effet, de donner une impression trompeuse sur le niveau de l'offre ou de la demande au prix donné d'un [produit].

1

Tromperie ou artifice via la diffusion d'informations fausses ou trompeuses

Si les ordres passés ou les transactions effectuées par des personnes sont précédés ou suivis de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses par ces mêmes personnes ou des personnes qui leur sont liées.

2

Tromperie ou artifice via des recommandations d'investissement fausses ou biaisées.

Si les ordres sont passés ou les transactions effectuées par des personnes avant ou après que celles-ci, ou des personnes qui leur sont liées, produisent ou diffusent des recommandations d'investissement qui sont fausses, biaisées ou manifestement influencées par un intérêt significatif.

Effectuer une transaction, passer un ordre ou effectuer toute autre activité ou adopter tout autre comportement influençant ou étant susceptible d'influencer le cours d'un ou de plusieurs [produits] en ayant recours à des procédés fictifs ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice.