

Marchés financiers & infrastructures De MIF 1 à MIF 2: Les principaux apports de MIF 2

MIF 2 : Les principaux apports

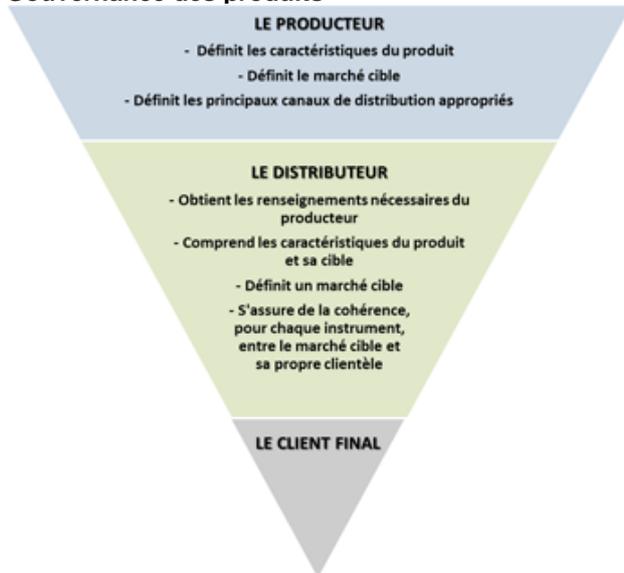
Publié le 26 avril 2017

MIF 2 va changer le cadre des marchés d'instruments financiers. Cliquez sur les liens ci-dessous pour retrouver les principales dispositions de cette nouvelle réglementation

Sommaire

- Gouvernance des produits
- Avantages et rémunérations
- Conseil « indépendant »
- Structure de marché / Transparence
- Publication des transactions
- Reporting des transactions
- Trading haute fréquence (high frequency trading « HFT ») et trading algorithmique
- Matières premières

Gouvernance des produits



Les principaux apports de la directive MIF 2 sont présentés dans ce dossier. Ceux-ci concernent, la gouvernance des produits, les avantages et rémunérations, le conseil "indépendant", la structure de marché / la transparence, la publication et le reportind des transactions, le trading haute fréquence (HFT) et le trading algorithmique, les matières premières.

Graphique de gouvernance des produits

Le producteur, définit les caractéristiques du produit, il définit le marché cible et enfin définit les principaux canaux de distribution appropriés

Le distributeur, obtient les renseignements nécessaires du producteur, il comprend les caractéristiques du produit et sa cible. Il définit un marché cible. Il s'assure enfin de la cohérence, pour chaque instrument, entre le marché cible et sa propre clientèle.

Le client final

La directive MIF 2 consacre des obligations nouvelles en matière de gouvernance des instruments financiers. L'objectif consiste en une définition plus fine des responsabilités respectives entre producteurs et distributeurs en instaurant un lien entre les deux maillons principaux de la chaîne de distribution.

Lorsqu'une entité conçoit des instruments financiers, elle doit notamment prévoir un dispositif de validation desdits instruments financiers, définir un marché ciblé et fournir aux distributeurs tous renseignements utiles sur les instruments financiers concernés (« règles producteurs »).

Le distributeur soumis à la directive MIF 2 (à travers la fourniture de services d'investissement) doit quant à lui se doter de dispositifs appropriés pour obtenir les renseignements utiles relatifs auxdits instruments financiers, pour en comprendre les caractéristiques et pour évaluer la compatibilité de chaque instrument financier avec les besoins de ses clients, notamment par rapport au marché cible qu'il définit en tenant compte, le cas échéant, du marché cible identifié par le producteur (« règles distributeurs »).

Lorsque le producteur n'est pas soumis à la directive MIF 2, il appartient au distributeur de déterminer le marché cible.

Les exigences réglementaires sur la gouvernance des instruments financiers, impliquent ainsi une définition, puis un suivi, notamment des caractéristiques de l'instrument financier (niveau de risque, horizon de placement...), du marché cible, de la stratégie de distribution adaptée au marché cible.

Textes de référence

- Directive 2014/65/UE articles 16 (3) et 24 (2)
- Guidelines de l'ESMA sur la gouvernance des produits

Mentions légales :

Directeur de la publication : Florence Gaubert, Directrice de la Direction de la communication de l'AMF

Contact : Direction de la communication. Autorité des marchés financiers - 17, place de la Bourse - 75082 Paris Cedex 02

Avantages et rémunérations

La directive MIF 2 renforce le régime existant en matière d'encadrement des rémunérations et avantages (inducements).

Conseil en investissement dit « indépendant » et gestion de portefeuille pour le compte de tiers

La perception, en les conservant, de rémunérations, commissions et avantages non monétaires, en rapport avec la fourniture du service au client, versés ou fournis par un tiers ou par une personne agissant pour son compte sera désormais expressément interdite dans deux situations :

- lorsque le prestataire informe le client que le conseil en investissement lui est fourni de manière indépendante,
- lorsque le prestataire fournit au client le service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers.

MIF 2 exclut néanmoins de cette interdiction les avantages non monétaires mineurs qui sont susceptibles d'améliorer le service fourni au client.

Les autres cas

La perception, en les conservant, de rémunérations, commissions et avantages, en rapport avec la fourniture du service au client, versés ou fournis par un tiers ou par une personne agissant pour son compte demeure permise - en dehors du service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers et du service de conseil en investissement lorsque celui-ci est dit « indépendant » - dans des conditions strictes :

- ces paiements ou avantages améliorent la qualité du service au client ;
- ils ne nuisent pas au respect de l'obligation du prestataire d'agir d'une manière honnête, équitable et professionnelle au mieux des intérêts de ses clients ;
- le client est clairement informé de leur existence, nature, montant ou mode de calcul, en amont de la fourniture du service.

Ces critères seront précisés par les textes de niveau 2.

Conseil « indépendant »

La directive MIF 2 introduit la notion de conseil en investissement fourni sur une base indépendante et impose aux entreprises d'investissement fournissant le service de conseil en investissement de préciser si elles agissent de manière indépendante ou non. Les prestataires informant leurs clients que les conseils en investissement sont fournis de manière indépendante devront respecter plusieurs critères relatifs à la méthode d'évaluation des instruments financiers qu'elles sont susceptibles de recommander et aux modalités de rémunération de leur activité :

Quantité et diversité des produits évalués par le conseiller indépendant

Le prestataire fournissant un conseil indépendant sera obligé d'évaluer « [...] un éventail suffisant d'instruments financiers disponibles sur le marché, qui doivent être suffisamment diversifiés quant à leur type et à leurs émetteurs, ou à leurs fournisseurs [...] » et qui ne soient pas limités à des instruments émis par lui-même ou une entité avec laquelle il entretient des relations étroites.

Interdiction des rétrocessions et autres avantages monétaires et non monétaires

Lors de la fourniture de conseils sur une base indépendante, le prestataire aura l'interdiction de conserver tout avantage monétaire ou non monétaire provenant d'un tiers.

S'il en perçoit, il devra les reverser à son client et pourra facturer des honoraires de conseil en guise de rémunération du service rendu. A l'inverse, lorsque le conseil est rendu de manière non indépendante, la perception de rétrocession ou de tout autre avantage monétaire et non monétaire demeure permise sous certaines conditions.

Texte de référence : Directive 2014/65/UE article 24 (7)

Structure de marché / Transparence

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 d'une part de la transparence pré-négociation en temps réel pour les ordres sur plates-formes et d'autre part de la transparence post-négociation en temps réel pour les transactions, qu'elles interviennent sur des plates-formes ou de gré à gré. Ce régime de transparence est toutefois assorti de dérogations à la transparence pré-négociation et d'autorisations de publication différée.

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.

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

S'agissant des dérogations à la transparence pré-négociation sur actions et qui avaient permis la création de segments de marché ou de plates-formes peu ou non transparents, leur nombre reste fixé à quatre mais leur contenu est précisé. Ainsi, le recours aux dérogations fonctionnant sur la base d'un prix de référence importé d'un marché réglementé (« reference price waiver ») ou pour les transactions négociées (« negotiated trade waiver ») sera désormais encadré en termes de volume(1) . Les dérogations pour les ordres de grande taille (« large-in-scale waiver ») et pour les ordres iceberg (« order management facility ») sont conservées. Les différés de publication pour la transparence post-négociation des transactions de grandes tailles restent également autorisés.

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

transparence et liquidité

S'agissant des dérogations à la transparence sur instruments « autres que les actions », quatre cas de dérogations à la transparence pré-négociation et trois cas d'autorisation de publication différée en post-négociation sont envisagés en fonction des caractéristiques des ordres, de la taille des ordres et transactions et de la liquidité des actifs. En particulier, sont éligibles aux dérogations les instruments jugés illiquides par l'ESMA, ainsi que les ordres ou transactions au-delà de certaines tailles (appelées seuils de transparence).

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 multilatéral 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.

(1) Chaque plate-forme se prévalant de l'une de ces dérogations ne pourra exécuter plus de 4 % de transactions bénéficiant de ces dérogations sur l'ensemble des volumes négociés sur plates-formes européennes pour la valeur concernée. En outre, l'ensemble des transactions bénéficiant de ces dérogations et exécutées sur toutes les plates-formes ne pourra représenter plus de 8% des volumes européens négociés sur plates-formes transparentes pour l'instrument considéré.

Publication des transactions

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

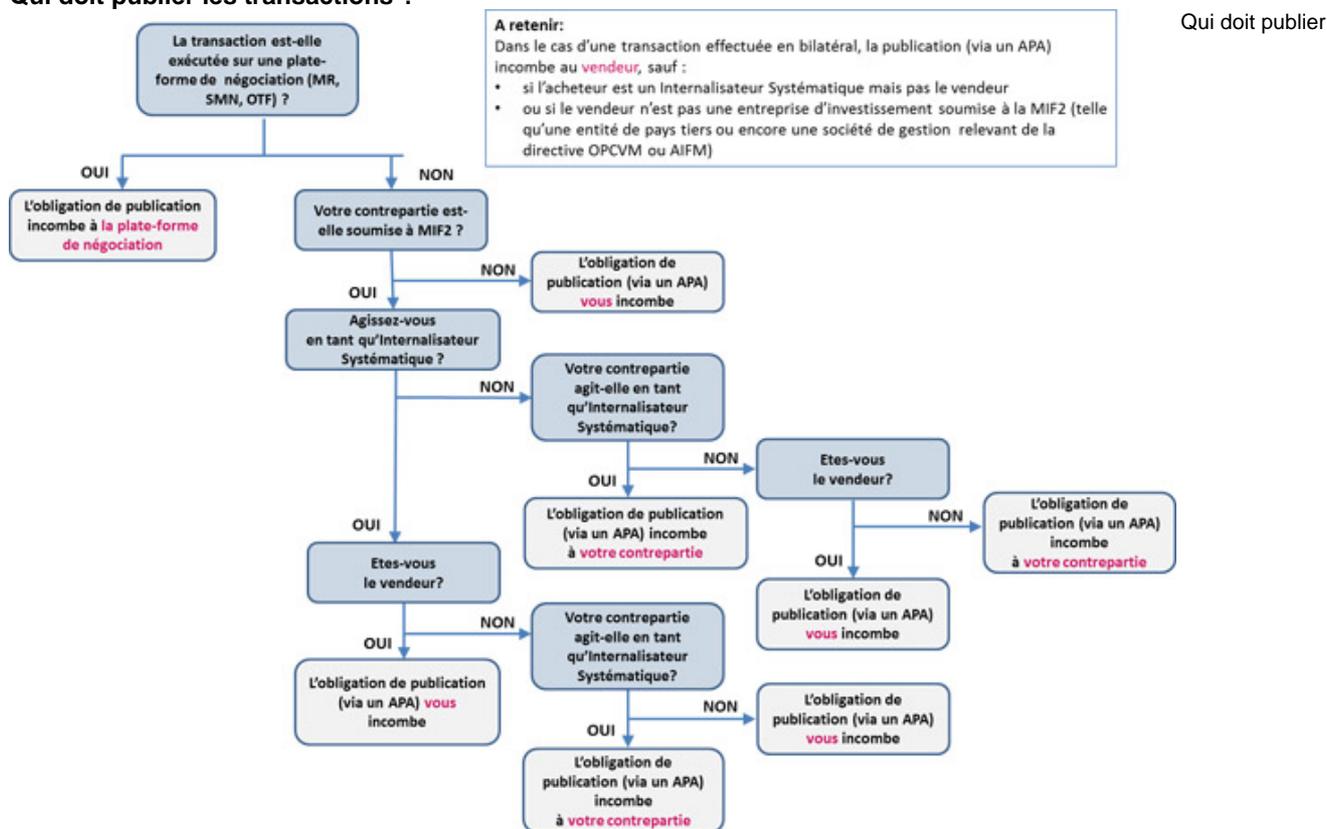
Les opérateurs de marché et les entreprises d'investissement exploitant une plate-forme de négociation doivent rendre public le détail de toutes ces transactions en temps réel, dans la mesure où les moyens techniques le permettent, sauf exemptions prévues.

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

La liste des APA agréés sera publiée par l'ESMA

Qui doit publier les transactions ?



les transactions au regard de MIF 2

Deux arbre de décision vous explique qui doit publier

Arbre de décision 1

La transaction est-elle exécutée sur une plate-forme de négociation (MR, SMN, OTF) ?

Si oui, l'obligation de publication incombe à la plate-forme de négociation

Si non, votre entreprise est-elle soumise à MIF 2 ?

Si non, l'obligation de publication (via un APA) vous incombe.

Si oui, agissez-vous en tant qu'internalisateur systématique ?

Si oui, êtes-vous le vendeur ?

Si oui, l'obligation de publication (via un APA) vous incombe

Si non, votre contrepartie agit-elle en tant qu'internalisateur systématique ?

Si oui, l'obligation de publication (via un APA) incombe à votre contrepartie

Si non, l'obligation de publication (via un APA) vous incombe

Arbre de décision 2

La transaction est-elle exécutée sur une plate-forme de négociation (MR, SMN, OTF) ?

Si oui, l'obligation de publication incombe à la plate-forme de négociation

Si non, votre entreprise est-elle soumise à MIF 2 ?

Si non, l'obligation de publication (via un APA) vous incombe.

Si oui, agissez-vous en tant qu'internalisateur systématique ?

Si non, votre contrepartie agit-elle en tant qu'internalisateur systématique ?

Si oui, l'obligation de publication (via un APA) incombe à votre contrepartie

Si non, êtes-vous le vendeur ?

Si non, l'obligation de publication (via un APA) incombe à votre contrepartie

Si oui, l'obligation de publication (via un APA) vous incombe

A retenir, dans le cas d'une transaction effectuée en bilatéral, la publication (via un APA) incombe au vendeur sauf, si l'acheteur est un

Mentions légales :

Directeur de la publication : Florence Gaubert, Directrice de la Direction de la communication de l'AMF

Contact : Direction de la communication. Autorité des marchés financiers - 17, place de la Bourse - 75082 Paris Cedex 02

AMF

internalisateur systématique mais pas le vendeur, ou si le vendeur n'est pas une entreprise d'investissement soumise à MIF 2 (telle qu'une entité de pays tiers ou encore une société de gestion relevant de la directive OPCVM ou AIFM)

Reporting des transactions

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.

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

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

ceux qui sont admis à la négociation ou négociés sur une plate-forme de négociation (MR, SMN ou OTF), ou pour lesquels une demande d'admission à la négociation a été présentée ;

ceux dont le sous-jacent est un instrument financier négocié sur une plate-forme de négociation ; et

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

Un reporting plus riche, avec des informations nouvelles

Les déclarations devront inclure notamment les informations suivantes :

Questions-réponses de l'ESMA sur le reporting des transactions et les données de référence Dans un document sous la forme de questions-réponses, l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) précise ses attentes concernant certains cas pratiques en termes de déclarations de transactions en application de l'article 26 de MiFIR et certaines données de référence en application de l'article 27 de MiFIR.

[Retrouver la dernière version du document en date du 3 avril 2017](#)

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.

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.

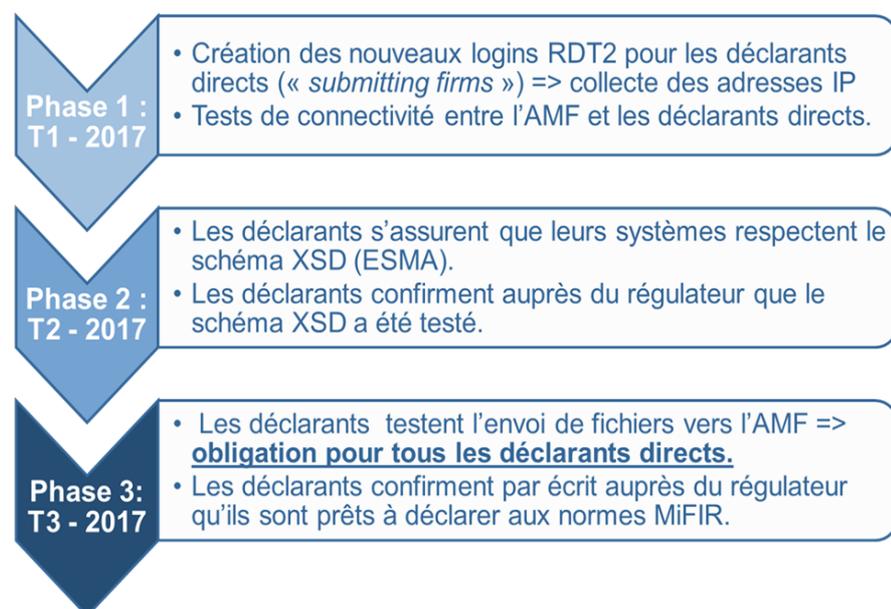
Cependant, une entreprise d'investissement agissant en tant que récepteur et transmetteur d'ordre est soumise à l'obligation de déclaration dès lors qu'elle ne communique pas à l'entité à laquelle elle transmet l'ordre pour exécution certaines informations telles que l'identification du client par exemple.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

Trois canaux de reporting possibles

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

- les plateformes de négociation dont le système a servi à réaliser la transaction ;
- les entreprises d'investissement assujetties au reporting des transactions directement ;
- les ARM auprès desquels les entreprises d'investissement peuvent externaliser leur RDT.

Agenda prévisionnel concernant la mise en oeuvre opérationnelle



La phase 3 (réalisation des tests obligatoires) est prévue entre le 24 juillet 2017 et le 15 décembre 2017 (en raison des gels informatiques de fin d'année). Un guide d'accompagnement des tests sera envoyé à l'ensemble des protagonistes (déclarants

Mentions légales :

Directeur de la publication : Florence Gaubert, Directrice de la Direction de la communication de l'AMF

Contact : Direction de la communication. Autorité des marchés financiers - 17, place de la Bourse - 75082 Paris Cedex 02

directs et assujettis à l'obligation déclarative) une semaine avant l'ouverture effective de la plate-forme de tests.

Les modalités exactes de reporting (notamment la liste et le format des champs) sont précisées dans les projets de normes techniques publiées par l'ESMA (RTS 22). Par ailleurs, l'ESMA a publié le 10 octobre 2016 des orientations (guidelines) ayant pour objectif de préciser les mesures de niveau 2.

Textes de référence :

Projets de standards techniques de l'ESMA sur MiFID II et MiFIR (en anglais uniquement)

Projet d'orientations ESMA concernant les déclarations de transactions

Trading haute fréquence (high frequency trading « HFT ») et trading algorithmique

Quel est l'objectif de la directive MIF II ?

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 :

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. Cette définition doit être précisée par un acte délégué de la Commission européenne.

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 ; et

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

Ces dispositions s'inspirent des orientations de l'ESMA (2012/122) en date du 24 février 2012 et relatives aux « Systèmes et contrôles dans un environnement de négociation automatisé pour les plates-formes de négociation, les entreprises d'investissement et les autorités compétentes ». Ces orientations font l'objet de la [Position AMF DOC-2012-03](#).

Quelles sont les principales dispositions de MIF II pour encadrer la négociation algorithmique et le HFT ?

> La mise en place d'un régime harmonisé des pas de cotation (tick sizes) minimums fondé sur le prix et la liquidité des instruments financiers concernés (à savoir les actions, certificats de dépôts et ETF négociés sur plates-formes européennes). L'objectif de l'introduction d'une table de pas de cotation unique est de mettre fin à la course à la granularité qui est préjudiciable à la qualité du marché et également de simplifier la gestion des pas de cotation. Ce régime a vocation à stabiliser les prix sans toutefois contraindre le fonctionnement des marchés.

> Le renforcement des exigences organisationnelles applicables aux acteurs de marché ayant recours à la négociation algorithmique afin d'assurer la résilience et la capacité de leurs systèmes de négociation. Ces exigences recouvrent en particulier l'obligation pour les entreprises d'investissement de notifier les autorités compétentes et tester les algorithmes qu'elles utilisent, et l'obligation pour les plates-formes de négociation de mettre en place les mesures nécessaires pour permettre la réalisation de ces tests, l'identification des algorithmes utilisés par leurs membres via un marquage des ordres ou encore la suspension de la fourniture d'un accès électronique direct par un membre. S'agissant des acteurs de marché ayant recours au HFT, ceux-ci sont en outre soumis à l'obligation de conserver et remettre à l'autorité compétente sur demande et selon un format spécifique les données d'ordres.

> L'encadrement de l'activité de tenue de marché avec l'introduction d'un corps d'obligations minimales communes applicables à toute personne souhaitant exercer cette activité (notamment s'agissant du temps de présence, de la taille et du prix des cotations) et d'exigences visant à assurer que les dispositifs des plates-formes sont équitables et non-discriminatoires et à prévoir des mécanismes d'incitation en période de stress.

> L'encadrement des structures de frais des plates-formes de négociation ainsi que les services de colocalisation que celles-ci peuvent proposer en imposant que ces frais et services soient transparents, équitables et non discriminatoires.

* La définition de la négociation algorithmique doit être précisée par un acte délégué de la Commission européenne qui pourrait être adopté d'ici fin 2015

Matières premières

La directive MIF II change substantiellement le cadre de la régulation des marchés de dérivés sur matières premières. En plus des dispositions qui seront applicables à l'ensemble des dérivés, la directive prévoit des dispositions spécifiques aux dérivés sur matières premières. Ainsi, les détenteurs de positions sur ces dérivés sont soumis à une obligation de déclaration et à des limites de position. Un régime d'exemption est néanmoins prévu pour les participants de marché dont l'activité sur dérivés sur matières premières est accessoire par rapport à leur activité principale.

Régime de déclaration des positions et publication de rapport hebdomadaire

L'article 58 de la directive met en place des obligations de déclarations quotidiennes de l'ensemble des positions pour les personnes détenant des instruments financiers dérivés sur matières premières et/ou des quotas d'émission de CO2 et leurs dérivés – y compris les positions détenues en gré à gré sur des dérivés considérés économiquement équivalents à des dérivés négociés sur une plateforme de négociation.

En parallèle, les plateformes de négociation devront publier de manière hebdomadaire un rapport de ces positions agrégées par catégories de participants.

Limites de position

Les dérivés sur matières premières négociés sur des plateformes de négociation et leurs équivalents économiques négociés de gré à gré, font l'objet de limites de position définies par le régulateur financier selon une méthodologie précisée par l'ESMA. Les quotas d'émission de CO2 et leurs dérivés n'y sont pas soumis. Les positions prises à des fins de couverture par des contreparties non financières sont par ailleurs exemptées.

Exemption

Sans rupture avec la logique de MIF I, sont exemptées de l'agrément d'entreprise d'investissement, les personnes dont l'activité de négociation de dérivés sur matières premières constitue une activité accessoire par rapport à leur activité principale (que ce soit pour compte propre ou pour le compte des clients de leur activité principale). Dans le cadre de la directive MIF II, l'ESMA a en revanche été mandatée pour préciser les critères permettant de bénéficier de cette exemption.

Instruments financiers

Il faut enfin noter que MIF II qualifie les quotas d'émission d'instruments financiers. La qualification des contrats dérivés sur matières premières évolue également, notamment afin de prendre en compte la création des plateformes de négociation organisées.

Sommaire

- Gouvernance des produits

Mentions légales :

Directeur de la publication : Florence Gaubert, Directrice de la Direction de la communication de l'AMF

Contact : Direction de la communication. Autorité des marchés financiers - 17, place de la Bourse - 75082 Paris Cedex 02

AMF

- Avantages et rémunérations
- Conseil « indépendant »
- Structure de marché / Transparence
- Publication des transactions
- Reporting des transactions
- Trading haute fréquence (high frequency trading « HFT ») et trading algorithmique
- Matières premières

[Haut de page](#)