

**Consultation de l'AMF sur la mise
en œuvre des dispositifs prévus
par MIF 2 relatifs à la
transparence pré- et post-
négociation en France**

Réponse conjointe AMAFI/FBF

Introduction

Le 30 juin 2017, l'AMF a publié un document de consultation portant sur les modalités de mise en œuvre des dispositifs prévus par MIF 2 relatifs à la transparence pré- et post-négociation en France.

MIF 2 impose des obligations de transparence dont l'objet est de mettre à disposition du public un certain nombre d'informations sur les ordres passés et les transactions réalisées, et qui admettent certaines variantes selon que :

- ces exigences s'appliquent avant la négociation d'un instrument financier (transparence pré-négociation) ou après exécution d'une opération sur cet instrument (transparence post-négociation) ;
- l'ordre ou la transaction porte sur des actions ou assimilés (« instruments actions ») ou des obligations, des produits financiers structurés, des contrats dérivés et des quotas d'émission (« instruments non actions ») ;
- est visé(e) par ces règles une plateforme de négociation, un internalisateur systématique (IS) ou une entreprise d'investissement (EI) qui négocie de gré à gré (OTC).

MIF 2 prévoit également des dérogations à la transparence pré-négociation et la publication différée des informations relatives à la transparence post-négociation (ci-après désignées par le terme générique « exemptions » ou « *waivers* »).

L'octroi de ces exemptions aux acteurs concernés est une prérogative laissée aux mains des autorités nationales. L'objet de la présente consultation consiste ainsi pour l'AMF à présenter le système d'autorisation qu'elle a retenu en fonction des entités ciblées et de la phase de négociation, et à proposer les modifications du Règlement Général (RG AMF) afférentes.

L'AMAFI et la FBF remercient l'AMF de lui permettre de formuler ses commentaires sur ce document.

Remarques générales

Dans l'ensemble, l'AMAFI et la FBF sont en phase avec l'approche souple et pragmatique de l'AMF, et comprennent qu'elle a été prise en concertation avec d'autres autorités nationales compétentes.

Les deux associations tiennent à faire les commentaires complémentaires ci-dessous :

1) Le régime applicable aux plateformes de négociation

L'AMAFI et la FBF tiennent à souligner l'approche de l'AMF qui consiste à laisser aux plateformes la possibilité de demander l'ensemble des exemptions proposées par le règlement MiFIR, tant en matière de transparence pré-négociation que post-négociation.

L'analyse des textes par l'AMF ayant permis de dégager sept régimes de publication différée possibles est pertinente, et cohérente avec celle que l'AMAFI et la FBF ont pu mener (cf. tableau ci-dessous).

Tableau – Les sept régimes de publication différée permis par MIF 2

	Publication des transactions individuelles	Informations à fournir avant la publication finale
Option 1 : Différé normal de publication	J+2 jours avant 19h	Aucune
Option 2	J+2 jours avant 19h	Toutes sauf le volume
Option 3	J+2 jours avant 19h	Publication quotidienne sous forme agrégée de toutes les transactions exécutées la veille avant 9h
Option 4	J+4 semaines avant 19h	Toutes (sauf le volume) en J+2 avant 9h
Option 5	J+4 semaines avant 19h	Publication hebdomadaire (mardi avant 9h) sous forme agrégée de toutes les transactions exécutées la semaine passée
Option 6 Pour la dette souveraine uniquement	Aucune	Publication hebdomadaire (mardi avant 9h) sous forme agrégée de toutes les transactions exécutées la semaine passée
Option 7 Pour la dette souveraine uniquement	Aucune	Toutes (sauf le volume) en J+2 à 9h Publication (mardi avant 9h) sous forme agrégée des transactions hebdomadaires exécutées 4 semaines auparavant

2) Le régime applicable aux IS et aux EI OTC

L'AMAFI et la FBF accueillent très favorablement les clarifications apportées s'agissant du régime applicable aux IS et aux EI traitant en OTC, à savoir :

- les IS et EI OTC peuvent bénéficier de toutes les exemptions autorisées par l'autorité compétente, indépendamment des *waivers* accordés aux plateformes de négociation ;
- les IS peuvent bénéficier des dérogations à la transparence pré-négociation pour les instruments « non actions » établies à l'article 9.1 de MiFIR. Notamment, pour les instruments qui n'ont pas de marché liquide, le paragraphe 1.c. exonère totalement un IS de ses obligations, ce qui va au-delà de la transparence « sur demande » que leur impose l'article 18.2 de MiFIR.

Il ne semble pas proscrit que les IS et EI OTC puissent choisir des exemptions différentes en fonction des classes d'actifs qu'elles négocient.

L'AMAFI et la FBF comprennent que les IS et EI OTC n'ont pas besoin d'informer *ex ante* leur autorité compétente des exemptions auxquelles elles souhaitent recourir.

S'agissant de l'identification de l'autorité nationale compétente en matière d'octroi des exemptions à la transparence, l'AMAFI et la FBF comprennent qu'en vertu de l'article 8.3 du règlement délégué 2017/583 (ex-RTS 2), pour les IS et les EI qui négocient OTC, le régime national d'autorisation traduit dans le RG AMF s'appliquera à toutes les transactions de gré à gré exécutées par les EI responsables de la publication des informations relatives à la transparence post-négociation (i.e l'IS ou l'EI vendeuse quand aucun IS n'est contrepartie à la transaction) placées sous la supervision de l'AMF, quelle que soit l'autorité compétente sur l'instrument financier sur lequel porte ladite transaction. L'AMAFI et la FBF attendent confirmation de cette interprétation par l'AMF, et propose les modifications rédactionnelles du RG AMF en ce sens (v. *infra*).

L'AMAFI et la FBF ne partagent pas la préoccupation exprimée par l'AMF s'agissant du risque que les IS et les EI OTC modifient trop fréquemment le régime d'exemption auquel ils se soumettent. En effet, il est anticipé que les régimes vont s'aligner sur ceux des plateformes de négociation, qui seront stables dans le temps. Il conviendra d'observer les pratiques de marché qui se développeront naturellement sous l'empire MIF 2, et revoir ce point le cas échéant.

S'agissant de la communication des régimes d'exemptions choisis par les IS et les EI OTC et de leurs modifications, l'AMAFI et la FBF anticipent que cette information sera centralisée par les diffuseurs de données.

3) Harmonisation des pratiques au niveau européen

Il convient d'anticiper que la liberté ainsi accordée aux acteurs peut conduire à un défaut d'harmonisation, aussi bien au niveau national qu'europpéen, dans la publication des informations relatives à la transparence post-négociation, de nature à rendre difficile la comparaison des données. Par exemple, toutes les EI ne choisiront pas la publication sous forme agrégée.

Si l'AMAFI et la FBF ne prônent pas aujourd'hui une uniformisation autour d'un régime unique, elle pourrait – à terme – être souhaitable. Seule la pratique et l'expérience acquise du nouveau régime MIF 2 (observer une tendance naturelle dans le choix opéré par une majorité de plateformes et d'EI convergeant vers une ou deux options de publication) pourront servir de fondement à une réflexion future sur ce sujet.

Propositions de modification du RG AMF

L'AMAFI et la FBF notent un défaut d'harmonisation dans les titres des chapitres et des sections du Livre V Infrastructures de Marché du RG AMF, et proposent d'harmoniser ainsi :

- En se fondant sur la rédaction actuelle du Chapitre IV « *Principes de négociation sur les marchés réglementés et règles de transparence* » du Titre I, renommer le Chapitre II du Titre II comme suit : « *Principe de négociation sur les systèmes multilatéraux de négociation **et règles de transparence*** ». Le chapitre correspondant sur les OTF devrait ainsi être intitulé sur le même modèle ;
- En se fondant sur la nouvelle rédaction proposée de la Section 2 « *Dérogations aux principes de transparence et publication des informations de marché* » du Chapitre IV du Titre I, renommer la Section 2 du Chapitre II du Titre II comme suit : « *Dérogations **aux principes de transparence à la et** publication des informations de marché* ». La section correspondante sur les OTF devrait ainsi être intitulée sur le même modèle.

L'AMAFI et la FBF relèvent une faute d'accord commune aux articles 514-5, 514-7, 522-2, 522-4, et dans le nouvel article pour les OTF s'agissant des dérogations à la transparence pré-négociation pour les instruments « non actions » (page 12 du document de consultation) :

« *Les règles du [marché/système] prévoient les conditions dans lesquelles l'entreprise de marché est dispensée de l'obligation de rendre **publiques publics** les prix acheteurs et vendeurs actuels [...]* »

Afin de préciser le champ d'application du régime national d'exemption, l'AMAFI et la FBF proposent d'ajouter les clarifications suivantes :

- Pour les IS : Livre V, Titre III, Chapitre IV (page 21 du document de consultation) :

« *L'AMF autorise un internalisateur systématique à différer la publication des transactions portant sur les instruments financiers mentionnés à l'article 21, paragraphe 1 du règlement (UE) n° 600/2014 du 15 mai 2014 dans tous les cas prévus au paragraphe 4 du même article **qu'elle soit ou non compétente sur les instruments financiers sur lesquels portent ces transactions, à condition que l'internalisateur systématique soit la contrepartie en charge de rendre ces transactions publiques*** » ;

- Pour les EI OTC : Livre III, Titre I, Chapitre V, Section 4 (page 22 du document de consultation) :

« *L'AMF autorise un prestataire de services d'investissement autre qu'une société de gestion de portefeuille à différer la publication des transactions portant sur les instruments financiers mentionnés à l'article 21, paragraphe 1 du règlement (UE) n° 600/2014 du 15 mai 2014 dans tous les cas prévus au paragraphe 4 du même article **qu'elle soit ou non compétente sur les instruments financiers sur lesquels portent ces transactions, à condition que le prestataire soit la contrepartie en charge de rendre ces transactions publiques*** ».