

## Implementing MiFID 2 pre- and post-trade transparency requirements in France

Regulation 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments (MiFIR) establishes the principle of pre- and post-trade transparency. The related obligations apply, with some variations, to equities and equivalent instruments ("equity instruments") and to non-equity financial instruments, including bonds and derivatives ("other instruments").

These provisions are applicable to operators of trading venues (i.e. operators of regulated markets or investment firms operating MTFs/OTFs) and systematic internalisers (SIs). Investment firms trading OTC are subject to post-trade transparency obligations only.

However, a number of waivers are provided for. These are summarised in the table below.

		Equity instruments		Non equity instruments	
		On trading venues	OTC	On trading venues	OTC
Pre trade transparency		<b>YES</b> unless waiver for: <ul style="list-style-type: none"> <li>- Reference price</li> <li>- Negotiated price</li> <li>- Large in scale</li> <li>- Order management systems (stop orders, iceberg orders)</li> </ul>	Only for SI with respect to liquid instruments	<b>Yes</b> unless waiver for: <ul style="list-style-type: none"> <li>- Large in scale</li> <li>- SSTI for RFQ and voice trading system</li> <li>- Order management systems</li> <li>- Derivative subject to the clearing obligation but not to the trading obligation</li> <li>- Illiquid instruments</li> <li>- Package orders and Exchange for Physical</li> </ul>	Only for SI with respect to liquid instruments
		<b>Yes immediately unless in case of deferral for:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Large in scale and trading on own account by one of the counterparty</li> </ul>		<b>YES, within 15 minutes unless in case of deferral for:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Large in scale</li> <li>- SSTI for voice trading systems and RFQ and trading on own account by one of the counterparty</li> <li>- Illiquid instruments</li> <li>- Package transactions (including Exchange for Physical)</li> </ul>	

Since national authorities have been given flexibility in implementing these waivers, the AMF would like to seek interested parties views on the way it intends to implement these proposition at French level.. Proposed amendments to the AMF General Regulation are included as an annex in French only.

Interested parties are invited to provide their comments at the latest on August 31 at the following address: [directiondelacomunication@amf-france.org](mailto:directiondelacomunication@amf-france.org)

### 1. Pre-trade transparency requirements applicable to trading venues

MiFIR Article 4, which is applicable to equity instruments, states that competent authorities may waive pre-trade transparency obligations for operators of trading venues in a number of specific cases.

In the case of equity instruments, there are four possible types of waivers for pre-trade transparency obligations: (i) reference price<sup>1</sup>, (ii) negotiated transactions<sup>2</sup>, (iii) orders that are large in scale (LIS)

<sup>1</sup> MiFID defines this waiver as follows:

*systems matching orders based on a trading methodology by which the price of the financial instrument is derived from the trading venue where that financial instrument was first admitted to trading or the most relevant market in terms of*

compared with normal market size, and (iv) orders held in an order management facility pending a stop or iceberg order-type disclosure.

Before granting a waiver, the competent authority shall notify ESMA, which shall issue a non-binding opinion assessing the compatibility of each waiver with the requirements established by MiFID.

It is up to the competent authority to decide which types of waivers it wishes to grant under its domestic legislation. This system, which existed under MiFID 1, was implemented in the AMF GR (Articles 514-5 and 514-6 for regulated markets, 522-2 for MTFs) by reference to the full set of waivers allowed under MiFID and its implementing regulation. The AMF rules on these waivers on a case-by-case basis when approving amendments to the rules of French trading venues.

A similar system of waivers granted by the competent authority is provided for non-equity instruments (MiFIR Article 9). However, the types of waivers are different and include waivers for orders that are large in scale, above the SSTI, derivatives which are not subject to the trading obligation but subject to the clearing obligation and other financial instruments for which there is not a liquid market, Exchange For Physical (EFP)<sup>3</sup> and some package orders<sup>4</sup>.

#### Proposal:

As regards trading venues, it is proposed to keep the system introduced under MiFID 1 to implement the waivers provided for under MiFID 2, i.e. to allow all the options offered under MiFIR and to grant the waivers requested by venues on a case-by-case basis through AMF approval of the rules established by French trading venues or amendments to those rules.

This approach is set down in amended AMF GR Articles 514-5 and 514-7 for regulated markets, 522-2 and 522-4 for MTFs, and a new Book V article for OTFs (not yet numbered).

#### Questions:

Do you agree with the proposed approach to pre-trade transparency: for equities? for other instruments? Or do you think that some waivers should not be permitted? If so, which ones and why?

---

*liquidity, where that reference price is widely published and is regarded by market participants as a reliable reference price.*

<sup>2</sup> MiFID defines this waiver as follows:

*systems that formalise negotiated transactions which are*

- i) made within the current volume weighted spread reflected on the order book or the quotes of the market makers of the trading venue operating that system, subject to the conditions set out in Article 5;*
- ii) in an illiquid share, depositary receipt, ETF, certificate or other similar financial instrument that does not fall within the meaning of a liquid market, and are dealt within a percentage of a suitable reference price, being a percentage and a reference price set in advance by the system operator; or*
- iii) subject to conditions other than the current market price of that financial instrument.*

<sup>3</sup> A transaction in a derivative contract or other financial instrument contingent on the simultaneous execution of a transaction in an equivalent quantity of an underlying physical asset.

<sup>4</sup> A 'package order' means an order priced as a single unit: (a) for the purpose of executing an exchange for physical; or

(b) in two or more financial instruments for the purpose of executing a package transaction. A package transaction means a transaction involving the execution of two or more component transactions in financial instruments: i) which is executed between two or more counterparties; (ii) where each component bears meaningful economic or financial risk which is related with all the other components; (iii) where the execution of each component is simultaneous and contingent upon the execution of all other components.

## 2. Post-trade transparency

### 2.1. Regime applicable to venues in respect of equity instruments

For equity instruments, MiFIR Article 7 states that competent authorities may authorise operators of a trading venue to provide for deferred publication of the details of transactions based on their type or size.

The general principle for applying these publication deferrals remains more or less the same as it was under MiFID 1: a competent authority may authorise deferred publication if the size of the transaction exceeds a given threshold (based on the instrument's average turnover<sup>5</sup>), provided that the transaction involves an investment firm dealing on own account (rather than matched principal trading) in order to protect its hedging transactions. However, the maximum authorised deferral period is shorter than that permitted under MiFID 1, because publication must take place by the end of the next day, whereas at present, publication must take place by the end of the third day following the transaction date<sup>6</sup>.

Since these are the maximum deferral periods, there is nothing to prevent trading venues or investment firms from applying shorter periods.

### 2.2. Regime applicable to venues in respect of other instruments

For non-equity instruments, MiFIR (Article 11, supplemented by Articles 8 et seq. of Commission Delegated Regulation 2017/583 of 14/07/16) provides for the ability to defer publication, not only for transactions whose size exceeds certain thresholds (LIS and SSTI), but also for illiquid instruments and package transactions.

However, in these situations where deferral is possible, the national competent authority with responsibility for the venue must decide between several possible regimes.

In fact, there are seven possible regimes, including:

- a standard regime requiring publication at D+2;
- various regimes involving publication in aggregated form of volumes for a given day or week (with the average price and corresponding number of transactions), before publication of the details of each individual transaction;
- in respect of instruments that are not sovereign debt, individual details must be published in all cases. This shall be done no later than four weeks after publication of aggregated volumes for the week, which shall take place on the Tuesday following the week in which the transactions were carried out (cf. Regime no. 5 in the annex);
- in respect of sovereign debt instruments, several regimes do not require individual details to be published, permitting volumes to be published in aggregate form only, up to four weeks after the observation week, as previously (cf. Regime no. 7 in the annex).

See the annex for a complete list of the seven possible regimes, with examples.

---

<sup>5</sup> Article 15 of the Delegated Regulation of 14 July 2016.

<sup>6</sup> Article 514-8 sub-paragraph 2 of the current GR states: "*This period shall be established in the market rules and shall make it possible to provide the market with adequate information*" (sub-paragraph 3 specifies that publication shall occur on or before the opening of the trading session on the third business day after the transaction date.

Proposal:

As regards the implementation of publication deferrals by trading venues, it is proposed to take the same approach as with pre-trade transparency and keep all the different regimes proposed in the legislation rather than selecting one specific regime.

As with the other waivers mentioned for trading venues, the GR would allow all these options, leaving the AMF to approve venue applications on a case-by-case basis. This option is set down in the proposed AMF GR Articles 514-6 and 514-8 for regulated markets, 522-3 and 522-5 for MTFs, and a new Book V article for OTFs (not yet numbered).

Questions:

Do you agree with the proposed approach to post-trade transparency? Or do you think that some waivers should not be permitted? If so, which ones and why?

What are the implementation difficulties associated with these waivers?

### 2.3. OTC transactions

Investment firms (including SIs) are subject to a post-trade transparency requirement in relation to their over-the-counter transactions. This requirement applies only to OTC transactions in instruments admitted to trading on a trading platform<sup>7</sup>.

The provisions in this area propose to apply to these transactions the same deferrals regime as that applicable to transactions undertaken on trading venues<sup>8</sup>. Thus, as for trading venues, all seven possible regimes would be offered for use at the discretion of participants.

It is important to note that the national regime applicable to these OTC transactions is that of the Member State of the counterparty to the transaction responsible for publication (i.e. typically the seller<sup>9</sup>) and not the regime of the Member State with jurisdiction over the venue on which the instrument is traded, for example. Accordingly, for a given instrument, the applicable regime may vary depending on the nationality of the counterparties, as well as possibly to counterparties of the same nationality.

#### Proposal:

It is proposed that the General Regulation shall offer all the options provided under MiFID. This approach, which is proposed for trading venues, is even more appropriate for ISPs dealing OTC. Unlike with the regimes applicable to trading venues, it is proposed that ISPs shall be subject to *ex post* review of waivers used rather than *ex ante* approval. However, this raises questions about whether, in such cases, there might be reason to fear overly frequent and opportunistic changes by ISPs.

#### Questions:

Do you agree with the proposed approach, which consists in offering all the options provided under MiFID in terms of post-trade transparency? Or do you think that a single regime should be offered, and if so, why? Do you see risks associated with the proposed approach? Please explain your answer.

If the deferral regime selected by the ISP is not subject to advance authorisation, how/in what format should the ISP's choice be formally recorded and notified to the market? What procedures should be used to change the choice of regime?

---

<sup>7</sup> this applies essentially to bonds and derivatives subject to the requirement to be traded on a venue (standard interest rate swaps and index CDS).

<sup>8</sup> Cf. MiFIR Article 21, which states: "*Competent authorities shall be able to authorise investment firms to provide for deferred publication [...] on the same conditions as laid down in Article 11. Where the measures adopted pursuant to Article 11 provide for deferred publication and publication of limited details or details in an aggregated form [...], that possibility shall also apply to those transactions when undertaken outside trading venues*".

<sup>9</sup> Unless the buyer is an SI and not the seller.

## Annex 1 – Post trade transparency regime for non equity instruments

1 D+2 deferral (MiFIR art. 11.1 + RTS2 art. 8.1.)									
	Trade Date		Time of publication	Trading date and time	Price	Quantity	Notional amount	Transaction id	
Hidden	17/06/2016			11:00:54		100	30	30 000 000	A12345
Full details	21/06/2016	(trade date + 2 days)	no later than 19:00	17/06/16 -11:00:54		100	30	30 000 000	A12345
2 Ordinary D+2 deferral with publication of limited details (MiFIR art 11.3 a) + RTS2 art. 11.1.a) i.)									
	Trade Date		Time of publication	Trading date and Time	Price	Quantity	Notional amount	Transaction id	
Vol. omission	17/06/2016	trade date	11:02:54	11:00:54		100		A12345	
Full details	21/06/2016	trade date + 2 days	no later than 19:00	17/06/16 -11:00:54		100	30	30 000 000	A12345
3 Ordinary D+2 deferral with daily aggregation (MiFIR art 11.3 a) + RTS2 art. 11.1.a) ii.)									
	Trade Date		Time of publication	Trading date and Time	Price	Quantity	Notional amount	Transaction id	
Hidden	17/06/2016			11:00:54		100	10	10 000 000	A12345
Hidden	17/06/2016			12:30:35		100	10	10 000 000	A12346
Hidden	17/06/2016			13:45:30		100	5	5 000 000	A12347
Hidden	17/06/2016			16:00:35		100	7	7 000 000	A12348
Hidden	17/06/2016			17:01:15		100	3	3 000 000	A12349
Agreg.	20/06/2016	(trade date + 1 day)	before 09:00	17/06/2016	vwap =100	35	35 000 000		
Full details	21/06/2016	(trade date + 2 days)	no later than 19:00	17/06/16- 11:00:54		100	10	10 000 000	A12345
Full details	21/06/2016	(trade date + 2 days)	no later than 19:00	17/06/16- 12:30:35		100	10	10 000 000	A12346
Full details	21/06/2016	(trade date + 2 days)	no later than 19:00	17/06/16- 13:45:30		100	5	5 000 000	A12347
Full details	21/06/2016	(trade date + 2 days)	no later than 19:00	17/06/16- 16:00:35		100	7	7 000 000	A12348
Full details	21/06/2016	(trade date + 2 days)	no later than 19:00	17/06/16- 17:01:15		100	3	3 000 000	A12349
4 Extended period of deferral without aggregation (RTS2 art. 11.1. b))									
	Trade Date		Time of publication	Trading date and time	Price	Quantity	Notional amount	Transaction id	
Hidden	17/06/2016			11:00:54		100	30	30 000 000	A12345
Vol. omission	21/06/2016	trade date + 2 days	no later than 19:00	17/06/16 -11:00:54		100		A12345	
Full details	15/07/2016	trade date + 4 weeks	before 09:00	17/06/16 -11:00:54		100	30	30 000 000	A12345
5 Extended period of deferral with weekly aggregation (RTS2 art. 11.1.c))									
	Trade Date		Time of publication	Trading date and Time	Price	Quantity	Notional amount	Transaction id	
Hidden	13/06/2016			11:00:54		100	10	10 000 000	A12345
Hidden	14/06/2016			12:30:35		100	10	10 000 000	A12346
Hidden	16/06/2016			13:45:30		100	5	5 000 000	A12347
Hidden	17/06/2016			16:00:35		100	7	7 000 000	A12348
Hidden	17/06/2016			17:01:15		100	3	3 000 000	A12349
Agreg.	21/06/2016	Tuesday of the following week	before 09:00		vwap =100	35	35 000 000		
Full details	19/07/2016	4 weeks after the aggregation	before 09:00	13/06/16- 11:00:54		100	10	10 000 000	A12345
Full details	19/07/2016	4 weeks after the aggregation	before 09:00	14/06/16- 12:30:35		100	10	10 000 000	A12346
Full details	19/07/2016	4 weeks after the aggregation	before 09:00	16/06/16- 13:45:30		100	5	5 000 000	A12347
Full details	19/07/2016	4 weeks after the aggregation	before 09:00	17/06/16- 16:00:35		100	7	7 000 000	A12348
Full details	19/07/2016	4 weeks after the aggregation	before 09:00	17/06/16- 17:01:15		100	3	3 000 000	A12349
6 For sovereign debt only: aggregation the following week (RTS2 art. 11.1.d))									
	Trade Date		Time of publication	Trading date and Time	Price	Quantity	Notional amount	Transaction id	
Hidden	13/06/2016			11:00:54		100	10	10 000 000	A12345
Hidden	14/06/2016			12:30:35		100	10	10 000 000	A12346
Hidden	16/06/2016			13:45:30		100	5	5 000 000	A12347
Hidden	17/06/2016			16:00:35		100	7	7 000 000	A12348
Hidden	17/06/2016			17:01:15		100	3	3 000 000	A12349
	21/06/2016	Tuesday of the following week	before 09:00		vwap =100	35	35 000 000		
7 For sovereign debt only: volume omission and aggregation 4 weeks following the observation week (RTS2 art. 10.1.b)+ d))									
	Trade Date		Time of publication	Trading date and Time	Price	Quantity	Notional amount	Transaction id	
Hidden	13/06/2016			11:00:54		100	10	10 000 000	A12345
Vol. omission	15/06/2016	(trade date + 2 days)	no later than 19:00	13/06/16 -11:00:54		100		A12345	
Hidden	14/06/2016			12:30:35		100	10	10 000 000	A12346
Vol. omission	16/06/2016	(trade date + 2 days)	no later than 19:00	14/06/16 12:30:35		100		A12346	
Hidden	16/06/2016			13:45:30		100	5	5 000 000	A12347
Vol. omission	20/06/2016	(trade date + 2 days)	no later than 19:00	16/06/16- 13:45:30		100		A12347	
Hidden	17/06/2016			16:00:35		100	7	7 000 000	A12348
Vol. omission	21/06/2016	(trade date + 2 days)	no later than 19:00	17/06/16- 16:00:35		100		A12348	
Hidden	17/06/2016			17:01:15		100	3	3 000 000	A12349
Vol. omission	21/06/2016	(trade date + 2 days)	no later than 19:00	17/06/16- 17:01:15		100		A12349	
Agreg.	19/07/2016	Tuesday after the 4 weeks deferral starting the end of the observation week	before 09:00		vwap =100	35	35 000 000		

Annex 2 – AMF General Regulation – Proposed modification not available in English version

Instruments financiers	RGAMF (actuel)	Projet RGAMF	Commentaires
<i>Marché réglementé (entreprise de marché)</i>			
	<p><b>Section 2 - Principes de transparence et publication des informations de marché</b></p>	<p><b>Il est proposé de modifier le titre de la section 2 comme suit :</b></p> <p><b>Section 2 – <u>Dérogations aux P</u>-principes de transparence et publication des informations de marché</b></p>	<p>MiFIR étant d'application directe, les principes de transparence pré-négociation pour les plates-formes de négociation prévus par le RGAMF seront abrogés.</p> <p>Ne seront conservées que des dispositions relatives aux dérogations au principe de transparence pré et post négociation (voir aussi le tableau sur la transparence post-négociation), car les articles 4 (dérogations pour transparence pre trade equity) et 9 (dérogations pour transparence pre trade non equity) prévoient une option pour les NCAs sur les dérogations.</p>
<p>Actions et assimilés (equity)</p>	<p><b>Article 514-5</b></p> <p>Pour les actions admises aux négociations sur un marché réglementé qu'elle gère, l'entreprise de marché rend publics les intérêts à l'achat et à la vente ainsi que l'importance des positions de négociation exprimées à ces prix, affichés par les systèmes du marché réglementé.</p>	<p><b>Il est proposé de modifier l'article 514-5 comme suit :</b></p> <p><del>Pour les actions admises aux négociations sur un marché réglementé qu'elle gère, l'entreprise de marché rend publics les intérêts à l'achat et à la vente ainsi que l'importance des positions de négociation exprimées à ces prix, affichés par les systèmes du marché réglementé.</del></p>	<p>A lire avec le RTS 1</p> <p>Couvert par l'article 3 MiFIR.</p>

	<p>Ces informations sont rendues publiques selon les modalités définies par le règlement (CE) n° 1287/2006 du 10 août 2006.</p> <p>L'AMF dispense l'entreprise de marché de rendre publiques les informations susmentionnées dans les conditions définies par le règlement (CE) n° 1287/2006 du 10 août 2006.</p>	<p><del>Ces informations sont rendues publiques selon les modalités définies par le règlement (CE) n° 1287/2006 du 10 août 2006.</del></p> <p><b><u>Les règles du marché prévoient les conditions dans lesquelles l'entreprise de marché est dispensée de l'obligation de rendre publiques les prix acheteurs et vendeurs actuels, ainsi que l'importance des positions de négociation exprimées à ces prix portant sur des instruments financiers mentionnés à l'article 3 du règlement (UE) n° 600/2014 du 15 mai 2014.</u></b></p> <p>L'AMF dispense l'entreprise de marché de rendre publiques les informations susmentionnées <b><u>dans tous les cas prévus au 1 de l'article 4 du même règlement et</u></b> dans les conditions <b><u>prévues à l'article L. 421-10 du Code monétaire et financier.</u></b> définies par le règlement (CE) n° 1287/2006 du 10 août 2006.</p>	<p>La référence à l'article 3 permet de préciser que cette disposition s'applique aux instruments actions.</p> <p>Les règles du marché réglementé précisent les dérogations possibles autorisées par l'AMF.</p>
Autres instruments (non equity)	<p><b>Article 514-7</b></p> <p>Pour les instruments financiers autres que les actions admis aux négociations sur un marché réglementé qu'elle gère et négociés dans les conditions prévues à l'article 514-1, l'entreprise de marché détermine l'information sur les intérêts à l'achat et à la vente qu'elle publie en vue d'assurer une négociation équitable et ordonnée. Cette information est adaptée aux caractéristiques des instruments financiers concernés et aux modalités de leur négociation.</p>	<p><b>Il est proposé de modifier l'article 514-7 comme suit :</b></p> <p><del>Pour les instruments financiers autres que les actions admis aux négociations sur un marché réglementé qu'elle gère et négociés dans les conditions prévues à l'article 514-1, l'entreprise de marché détermine l'information sur les intérêts à l'achat et à la vente qu'elle publie en vue d'assurer une négociation équitable et ordonnée. Cette information est adaptée aux caractéristiques des instruments financiers concernés et aux modalités de leur négociation.</del></p> <p><b><u>Les règles du marché prévoient les conditions</u></b></p>	<p>Couvert par l'article 8 MiFIR.</p> <p>La référence à l'article 8 permet de préciser que</p>



		<p><u>dans lesquelles l'entreprise de marché est dispensée de l'obligation de rendre publiques les prix acheteurs et vendeurs actuels et l'importance des positions de négociation exprimées à ces prix portant sur des instruments financiers mentionnés à l'article 8 du règlement (UE) n° 600/2014 du 15 mai 2014.</u></p> <p><u>L'AMF dispense l'entreprise de marché de rendre publiques les informations susmentionnées dans les tous les cas prévus au 1 de l'article 9 du même règlement et dans les conditions prévues à l'article L. 421-10 du Code monétaire et financier.</u></p>	<p>cette disposition s'applique aux instruments autres que les actions et assimilés.</p> <p>Les règles du marché réglementé précisent les dérogations possibles autorisées par l'AMF.</p>
<i>Système multilatéral de négociation</i>			
	<b>Section 2 - Publication des informations de marché</b>	<p><b>Il est proposé de modifier le titre de la section 2 comme suit :</b></p> <p><b>Section 2 – <u>Dérogations à la P</u> publication des informations de marché</b></p>	
Actions et assimilés (equity)	<p><b>Article 522-2</b></p> <p>Pour les actions admises aux négociations sur un marché réglementé et négociées dans le cadre du système, le gestionnaire du système publie les informations sur les intérêts à l'achat et à la vente dans les conditions et selon les modalités prévues par le règlement (CE) n° 1287/2006 du 10 août 2006.</p> <p>L'AMF dispense le gestionnaire du système de ces obligations dans les conditions prévues par le règlement (CE) n° 1287/2006 du 10 août 2006.</p>	<p><b>Il est proposé de modifier l'article 522-2 comme suit :</b></p> <p><del>Pour les actions admises aux négociations sur un marché réglementé et négociées dans le cadre du système, le gestionnaire du système publie les informations sur les intérêts à l'achat et à la vente dans les conditions et selon les modalités prévues par le règlement (CE) n° 1287/2006 du 10 août 2006.</del></p> <p><b><u>Les règles du système prévoient les conditions dans lesquelles le gestionnaire d'un système</u></b></p>	<p>Couvert par l'article 3 MiFIR.</p>

		<p><u>multilatéral de négociation est dispensé de l'obligation de rendre publiques les prix acheteurs et vendeurs actuels et l'importance des positions de négociation exprimées à ces prix portant sur des instruments financiers mentionnés à l'article 3 du règlement (UE) n° 600/2014 du 15 mai 2014.</u></p> <p>L'AMF dispense le gestionnaire du système <u>de rendre publiques les informations susmentionnées dans tous les cas prévus au de l'article 4 du même règlement et dans les conditions prévues à l'article L. 424-2 du Code monétaire et financier.</u> ces obligations dans les conditions prévues par le règlement (CE) n° 1287/2006 du 10 août 2006.</p>	<p>La référence à l'article 3 permet de préciser que cette disposition s'applique aux instruments actions.</p> <p>Les règles du SMN précisent les dérogations possibles autorisées par l'AMF.</p>
Autres instruments (non equity)	<p><b>Article 522-4</b></p> <p>Pour les instruments financiers autres que les actions admises à la négociation sur un marché réglementé, négociés dans le cadre du système, le gestionnaire du système rend publique une information sur les intérêts à l'achat et à la vente pertinente au regard des caractéristiques de l'instrument financier négocié, en particulier son admission ou non à la négociation sur un marché réglementé, son mode de négociation sur le système, le nombre et la nature des membres du système et des investisseurs finaux détenteurs de l'instrument financier.</p>	<p><b>Il est proposé de modifier l'article 522-4 comme suit :</b></p> <p><del>Pour les instruments financiers autres que les actions admises à la négociation sur un marché réglementé, négociés dans le cadre du système, le gestionnaire du système rend publique une information sur les intérêts à l'achat et à la vente pertinente au regard des caractéristiques de l'instrument financier négocié, en particulier son admission ou non à la négociation sur un marché réglementé, son mode de négociation sur le système, le nombre et la nature des membres du système et des investisseurs finaux détenteurs de l'instrument financier.</del></p> <p><u>Les règles du système prévoient les conditions dans lesquelles le gestionnaire d'un système multilatéral de négociation est dispensé de l'obligation de rendre publiques les prix acheteurs et vendeurs actuels et l'importance des positions de négociation exprimées à ces prix portant sur</u></p>	<p>Couvert par l'article 8 MiFIR.</p> <p>La référence à l'article 8 permet de préciser que cette disposition s'applique aux instruments non actions.</p>

		<p><b><u>des instruments financiers mentionnés à l'article 8 du règlement (UE) n° 600/2014 du 15 mai 2014.</u></b></p> <p><b><u>L'AMF dispense le gestionnaire du système de rendre publiques les informations susmentionnées dans tous les cas prévus au 1 de l'article 9 du même règlement et dans les conditions prévues à l'article L. 424-2 du Code monétaire et financier.</u></b></p>	<p>Les règles du SMN précisent les dérogations possibles autorisées par l'AMF.</p>
<p><i>Système organisé de négociation</i></p>			
<p>Autres instruments (non equity)</p>		<p><b>Il est proposé de créer un article 5XX-X rédigé comme suit :</b></p> <p><b><u>Les règles du système prévoient les conditions dans lesquelles le gestionnaire d'un système organisé de négociation est dispensé de l'obligation de rendre publiques les prix acheteurs et vendeurs actuels et l'importance des positions de négociation exprimées à ces prix portant sur des instruments financiers mentionnés à l'article 8 du règlement (UE) n° 600/2014 du 15 mai 2014.</u></b></p> <p><b><u>L'AMF dispense le gestionnaire du système de rendre publiques les informations susmentionnées dans tous les cas prévus au 1 de l'article 9 du même règlement et dans les conditions prévues à l'article L. 425-2 du Code monétaire et financier.</u></b></p>	<p>MIF 2 ne prévoit pas la possibilité de négocier des instruments actions et assimilés sur un OTF.</p> <p>La référence à l'article 8 permet de préciser que cette disposition s'applique aux instruments autres que les actions.</p> <p>Les règles du SMN précisent les dérogations possibles autorisées par l'AMF.</p> <p>L'article L425-2 du Comofi étant applicable à partir du 3 janvier 2018, cette disposition sera insérée dans le RG AMF, avec une date d'entrée en application fixée au 3 janvier 2018.</p> <p>La numérotation est provisoire, en attendant que les travaux sur le RGAMF soient terminés. Le titre III sur les IS étant supprimé au 3 janvier 2018 par la transposition négative de MiFIR, il est proposé de reprendre la numérotation</p>

			actuelle sur les IS.
<i>Internalisateurs systématiques</i>			
Actions et assimilés (equity)	<b>Chapitre II - Les règles de transparence avant la négociation</b>	<b>Chapitre II - Les règles de transparence avant la négociation</b>	Concernant le régime de transparence pré-négociation sur instruments actions, le principe est prévu à l'article L. 425-2 du Comofi, mais sera abrogé à compter du 3 janvier 2018 (MiFIR prévoit ce principe à l'article 14).  Le chapitre 2 du titre III du livre V du RGAMF sera abrogé mais ne sont reproduites ici que les dispositions à abroger relatives à la transparence pré-négociation (section 1)
	<b>Section 1 - Publication des prix</b>	<b>Section 1 - Dérogation à la publication des prix</b>	Dorénavant couvertes par l'article 14 MiFIR, les dispositions ci-dessous sont à abroger, sauf pour la dérogation prévue à l'article 18(2) MiFIR.
	<b>Article 532-1</b> Aux fins de l'article L. 425-2 du code monétaire et financier, on entend par marché liquide le marché mentionné à l'article 22 du règlement (CE) n° 1287/2006 du 10 août 2006.	<b>Il est proposé de supprimer l'article 532-1 :</b> <del>Aux fins de l'article L. 425-2 du code monétaire et financier, on entend par marché liquide le marché mentionné à l'article 22 du règlement (CE) n° 1287/2006 du 10 août 2006.</del>	L'article L 425-2 sera abrogé au 3 janvier 2018 et remplacé par une disposition relative aux OTF, les nouvelles plates-formes de négociation de MIF 2.  L'article 2(1)(17) de MiFIR définit la notion de marché liquide.
	<b>Article 532-2</b>  Un internalisateur systématique publie le ou les prix et quantités proposés de façon régulière et continue pendant les heures normales de négociation définies à l'article 2 du règlement (CE) n° 1287/2006 du 10 août	<b>Il est proposé de supprimer l'article 532-1 :</b> <del>Un internalisateur systématique publie le ou les prix et quantités proposés de façon régulière et continue pendant les heures normales de négociation définies à l'article 2 du règlement (CE) n° 1287/2006 du 10 août</del>	En droit positif, il n'existe pas de principe de transparence pré-négociation sur produits non-actions pour les IS.  MiFIR innove en prévoyant un régime de transparence pré-négociation pour les produits

	<p>2006.</p> <p>Il peut actualiser son ou ses prix et quantités proposés à tout moment.</p> <p>Il peut retirer son ou ses prix et quantités proposés en cas de conditions de marché exceptionnelles.</p>	<p><del>2006.</del></p> <p><del>Il peut actualiser son ou ses prix et quantités proposés à tout moment.</del></p> <p><del>Il peut retirer son ou ses prix et quantités proposés en cas de conditions de marché exceptionnelles.</del></p> <p><b><u>Un internalisateur systématique peut, conformément au 2 de l'article 18 du règlement (UE) n° 600/2014, déroger aux obligations de transparence pré-négociation dans les cas prévus au 1 de l'article 9 du même règlement.</u></b></p>	<p>non-equity pour les IS (et non pour les PSI) à l'article 18.</p>
--	--	--	---

Annexe 3 – Projet de modification du RG AMF (articles relatifs à la transparence post-négociation)

Instruments financiers	RGAMF (actuel)	Projet RGAMF	Commentaires
<i>Marché réglementé (entreprise de marché)</i>			
	<p><b>Section 2 - Principes de transparence et publication des informations de marché</b></p>	<p><b>Il est proposé de modifier le titre de la section 2 comme suit :</b></p> <p><b>Section 2 – <u>Dérogations aux P</u>-principes de transparence et publication des informations de marché</b></p>	<p>MiFIR étant d'application directe, les principes de transparence post-négociation pour les plates-formes de négociation prévus par le RGAMF seront abrogés.</p> <p>Ne seront conservées que des dispositions relatives aux dérogations au principe de transparence pré et post négociation (voir aussi le tableau sur la transparence pré-négociation), car les articles 7 (publication différée post-trade equity) et 11 (publication différée post-trade non equity) prévoient une option pour les NCAs sur les dérogations.</p>
<p>Actions et assimilés (equity)</p>	<p><b>Article 514-6</b></p> <p>Pour les transactions portant sur les actions admises aux négociations sur un marché réglementé qu'elle gère, l'entreprise de marché publie le prix, la quantité et l'heure enregistrés selon les modalités prévues par le règlement (CE) n° 1287/2006 du 10 août 2006.</p> <p>L'AMF autorise l'entreprise de marché à différer la publication de ces transactions en fonction de leur type ou de leur taille, notamment lorsqu'il s'agit de</p>	<p><b>Il est proposé de modifier l'article 514-6 comme suit :</b></p> <p><del>Pour les transactions portant sur les actions admises aux négociations sur un marché réglementé qu'elle gère, l'entreprise de marché publie le prix, la quantité et l'heure enregistrés selon les modalités prévues par le règlement (CE) n° 1287/2006 du 10 août 2006.</del></p> <p>L'AMF autorise l'entreprise de marché à différer la publication de ces transactions en fonction de leur</p>	<p>Couvert par l'article 6 MiFIR.</p> <p>Il conviendra de voir s'il convient de « fusionner » les articles 514-6 et 8 du RG AMF.</p>

	<p>transactions portant sur des tailles élevées par rapport à la taille normale de marché dans les conditions et selon les modalités prévues par le règlement (CE) n° 1287/2006 du 10 août 2006. Les conditions dans lesquelles cette publication est différée sont alors précisées dans les règles du marché.</p>	<p><del>type ou de leur taille, notamment lorsqu'il s'agit de transactions portant sur des tailles élevées par rapport à la taille normale de marché dans les conditions et selon les modalités prévues par le règlement (CE) n° 1287/2006 du 10 août 2006. Les conditions dans lesquelles cette publication est différée sont alors précisées dans les règles du marché.</del></p> <p><b><u>Les règles du marché prévoient les conditions dans lesquelles l'entreprise de marché diffère la publication des transactions portant sur des instruments financiers mentionnés à l'article 6 du règlement (UE) n° 600/2014 du 15 mai 2014.</u></b></p> <p><b><u>L'AMF autorise l'entreprise de marché à différer la publication mentionnée à l'alinéa précédent dans les cas prévus au 1 de l'article 7 du même règlement et dans les conditions prévues à l'article L. 421-10 du code monétaire et financier.</u></b></p>	<p>La référence à l'article 6 permet de préciser que cette disposition s'applique aux instruments actions.</p> <p>Les règles du marché réglementé précisent les dérogations possibles autorisées par l'AMF.</p>
<p>Autres instruments (non equity)</p>	<p><b>Article 514-8</b></p> <p>Pour les transactions portant sur les instruments financiers mentionnés à l'article 514-7, l'information relative aux prix et quantité est publiée par l'entreprise de marché dans un délai adapté aux caractéristiques de l'instrument financier négocié, à son mode de négociation ainsi qu'au montant de la transaction.</p> <p>Ce délai, fixé par les règles du marché, permet d'assurer un niveau d'information du marché adéquat.</p> <p>La publication intervient au plus tard avant l'ouverture de la séance le troisième jour de négociation suivant le jour de la transaction.</p>	<p><b>Il est proposé de modifier l'article 514-8 comme suit :</b></p> <p><del>Pour les transactions portant sur les instruments financiers mentionnés à l'article 514-7, l'information relative aux prix et quantité est publiée par l'entreprise de marché dans un délai adapté aux caractéristiques de l'instrument financier négocié, à son mode de négociation ainsi qu'au montant de la transaction.</del></p> <p><del>Ce délai, fixé par les règles du marché, permet d'assurer un niveau d'information du marché adéquat.</del></p> <p><del>La publication intervient au plus tard avant l'ouverture de la séance le troisième jour de négociation suivant</del></p>	<p>Couvert par l'article 10 MiFIR.</p>

		<p>le jour de la transaction.</p> <p><b><u>Les règles du marché prévoient les conditions dans lesquelles l'entreprise de marché diffère la publication des transactions portant sur des instruments financiers mentionnés à l'article 10 du règlement (UE) n° 600/2014 du 15 mai 2014.</u></b></p> <p><b><u>L'AMF autorise l'entreprise de marché à différer la publication mentionnée à l'alinéa précédent dans les cas prévus au 1 de l'article 11 du même règlement et dans les conditions prévues à l'article L. 421-10 du code monétaire et financier.</u></b></p>	<p>La référence à l'article 10 permet de préciser que cette disposition s'applique aux instruments non actions.</p> <p>Les règles du marché réglementé précisent les dérogations possibles autorisées par l'AMF.</p>
<i>Système multilatéral de négociation</i>			
	<b>Section 2 - Publication des informations de marché</b>	<p><b>Il est proposé de modifier le titre de la section 2 comme suit :</b></p> <p><b>Section 2 – <u>Dérogations à la P</u> publication des informations de marché</b></p>	
Actions et assimilés (equity)	<p><b>Article 522-3</b></p> <p>Pour les transactions portant sur des actions admises à la négociation sur un marché réglementé et effectuée dans le cadre du système, le gestionnaire du système publie les informations, dans les conditions et selon les modalités prévues par le règlement (CE) n° 1287/2006 du 10 août 2006.</p> <p>L'AMF autorise le gestionnaire d'un système multilatéral de négociation à différer la publication des</p>	<p><b>Il est proposé de modifier l'article 522-3 comme suit :</b></p> <p><del>Pour les transactions portant sur des actions admises à la négociation sur un marché réglementé et effectuée dans le cadre du système, le gestionnaire du système publie les informations, dans les conditions et selon les modalités prévues par le règlement (CE) n° 1287/2006 du 10 août 2006.</del></p> <p><del>L'AMF autorise le gestionnaire d'un système</del></p>	<p>Couvert par l'article 6 MiFIR.</p>



	<p>caractéristiques de ces transactions en fonction de leur type ou de leur taille, notamment lorsqu'il s'agit de transactions portant sur des tailles élevées par rapport à la taille normale de marché dans les conditions et selon les modalités prévues par le règlement (CE) n° 1287 /2006 du 10 août 2006. Les conditions dans lesquelles cette publication est différée, sont alors précisées dans les règles du système.</p>	<p><del>multilatéral de négociation à différer la publication des caractéristiques de ces transactions en fonction de leur type ou de leur taille, notamment lorsqu'il s'agit de transactions portant sur des tailles élevées par rapport à la taille normale de marché dans les conditions et selon les modalités prévues par le règlement (CE) n° 1287 /2006 du 10 août 2006. Les conditions dans lesquelles cette publication est différée, sont alors précisées dans les règles du système.</del></p> <p><u>Les règles du système prévoient les conditions dans lesquelles le gestionnaire d'un système multilatéral de négociation diffère la publication des transactions portant sur des instruments financiers mentionnés à l'article 6 du règlement (UE) n° 600/2014 du 15 mai 2014.</u></p> <p><u>L'AMF autorise ce gestionnaire à différer la publication mentionnée à l'alinéa précédent dans les cas prévus au 1 de l'article 7 du même règlement et dans les conditions prévues à l'article L. 424-2 du code monétaire et financier.</u></p>	<p>La référence à l'article 6 permet de préciser que cette disposition s'applique aux instruments actions.</p> <p>Les règles du SMN précisent les dérogations possibles autorisées par l'AMF.</p>
<p>Autres instruments (non equity)</p>	<p><b>Article 522-5</b></p> <p>Pour les transactions portant sur les instruments financiers autres que les actions admises à la négociation sur un marché réglementé, négociés dans le cadre du système, le gestionnaire du système rend publique une information pertinente au regard des caractéristiques de l'instrument financier négocié, en particulier son admission ou non à la négociation sur un marché réglementé, son mode de négociation sur le</p>	<p><b>Il est proposé de modifier l'article 522-5 comme suit :</b></p> <p><del>Pour les transactions portant sur les instruments financiers autres que les actions admises à la négociation sur un marché réglementé, négociés dans le cadre du système, le gestionnaire du système rend publique une information pertinente au regard des caractéristiques de l'instrument financier négocié, en particulier son admission ou non à la négociation sur</del></p>	<p>Couvert par l'article 10 MiFIR.</p>

	<p>système, le nombre et la nature des membres du système et des investisseurs finaux détenteurs de l'instrument financier.</p>	<p><del>un marché réglementé, son mode de négociation sur le système, le nombre et la nature des membres du système et des investisseurs finaux détenteurs de l'instrument financier.</del></p> <p><b><u>Les règles du système prévoient les conditions dans lesquelles le gestionnaire d'un système multilatéral de négociation diffère la publication des transactions portant sur des instruments financiers mentionnés à l'article 10 du règlement (UE) n° 600/2014 du 15 mai 2014.</u></b></p> <p><b><u>L'AMF autorise ce gestionnaire à différer la publication mentionnée à l'alinéa précédent dans les cas prévus au 1 de l'article 11 du même règlement et dans les conditions prévues à l'article L. 424-2 du code monétaire et financier.</u></b></p>	<p>La référence à l'article 10 permet de préciser que cette disposition s'applique aux instruments non actions.</p> <p>Les règles du SMN précisent les dérogations possibles autorisées par l'AMF.</p>
<p><i>Système organisé de négociation</i></p>			
<p>Autres instruments (non equity)</p>		<p><b>Il est proposé de créer un article 531-2 rédigé comme suit :</b></p> <p><b><u>Les règles du système prévoient les conditions dans lesquelles le gestionnaire d'un système organisé de négociation diffère la publication des transactions portant sur des instruments financiers mentionnés à l'article 10 du règlement (UE) n° 600/2014 du 15 mai 2014.</u></b></p> <p><b><u>L'AMF autorise ce gestionnaire à différer la publication mentionnée à l'alinéa précédent dans les cas prévus au 1 de l'article 11 du même règlement et dans les conditions prévues à</u></b></p>	<p>MIF 2 ne prévoit pas la possibilité de négocier des instruments actions et assimilés sur un OTF.</p> <p>La référence à l'article 10 permet de préciser que cette disposition s'applique aux instruments non actions.</p> <p>Les règles de l'OTF précisent les dérogations possibles autorisées par l'AMF.</p> <p>A noter que l'article L. 425-2 Comofi étant applicable à partir du 3 janvier 2018, cette disposition sera insérée dans le RG AMF, avec</p>

		<u><b>l'article L. 425-2 du code monétaire et financier.</b></u>	<p>une date d'entrée en application fixée au 3 janvier 2018.</p> <p>La numérotation est provisoire, en attendant que les travaux sur le RGAMF soient terminés. Le titre III sur les IS étant supprimé au 3 janvier 2018 par la transposition négative de MiFIR, il est proposé de reprendre la numérotation actuelle sur les IS.</p>
<i>Internalisateurs systématiques</i>			
	<b>Chapitre IV - Publication des transactions</b>	<b>Chapitre IV – <u>Différé de publication des transactions</u></b>	
Actions et assimilés (equity)	<p><b>Article 534-1</b></p> <p>Un internalisateur systématique publie les transactions qu'il a effectuées, dans les délais et selon les modalités fixées par le règlement (CE) n° 1287/2006 du 10 août 2006.</p>	<p><b>Il est proposé de supprimer l'article 534-1:</b></p> <p><del>Un internalisateur systématique publie les transactions qu'il a effectuées, dans les délais et selon les modalités fixées par le règlement (CE) n° 1287/2006 du 10 août 2006.</del></p>	<p>Les dispositions relatives aux IS seront en principe déplacées dans le livre III puisqu'ils ne sont pas des infrastructures de marché mais des PSI.</p> <p>MiFIR prévoit le principe de transparence post-trade pour tout type d'instruments financiers, pour autant qu'ils soient négociés sur plateforme, ainsi qu'une possibilité de publication différée.</p> <p>Pour les produits actions et assimilés, le principe de transparence post-négociation est prévu à l'article 20(1) et le principe de différé à l'article 20(2) de MiFIR qui est d'application directe.</p> <p>L'AMF n'autorisera pas une demande de</p>

			dérogation via l'approbation des règles d'une entreprise d'investissement (ou IS) – car non existants – mais vérifiera la légitimité des cas de publications différées ex-post.
Autres instruments (non equity)		<p><b>Il est proposé de remplacer les dispositions de l'article 534-1 par les dispositions suivantes :</b></p> <p><b><u>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.</u></b></p>	Il est inscrit dans le RGAMF la possibilité pour les IS (et les PSI) de bénéficier des différentes dérogations au principe post-négociation sur produits non-action par un renvoi à l'article 21(4) de MiFIR.
<i>PSI négociant OTC</i>			
	<b>Section 4 – Publication des transactions portant sur les actions admises à la négociation sur un marché réglementé</b>	<b>Section 4 – <u>Différé à la publication des transactions portant sur les instruments financiers actions admises à la négociation sur un marché réglementé</u></b>	
Actions et assimilés (equity)	<p><b>Article 315-45</b></p> <p>I. – La publication des transactions mentionnée au premier alinéa de l'article du code monétaire L. 533-24 et financier s'effectue, dans la mesure du possible, en temps réel, à des conditions commerciales raisonnables et sous une forme aisément accessible aux autres participants du marché.</p> <p>Ces informations sont rendues publiques selon les modalités fixées par le règlement (UE) n° 1287/2006 du</p>	<p><b>Il est proposé de supprimer l'article 315-45 :</b></p> <p><del>I. – La publication des transactions mentionnée au premier alinéa de l'article du code monétaire L. 533-24 et financier s'effectue, dans la mesure du possible, en temps réel, à des conditions commerciales raisonnables et sous une forme aisément accessible aux autres participants du marché.</del></p> <p><del>Ces informations sont rendues publiques selon les modalités fixées par le règlement (UE) n° 1287/2006 du 10 août 2006.</del></p>	<p>Couvert par les articles 20 (produits equity) MiFIR.</p> <p>A noter que le principe de transparence post-négociation pour les instruments equity posé à l'article L. 533-24 Comofi sera abrogé à partir du 3 janvier 2018 (V. ordonnance du 23 juin 2016).</p>

	<p>10 août 2006.</p> <p>II. – En application de la dernière phrase du second alinéa de l'article L. 533-24 du code monétaire et financier, la publication des transactions portant sur des parts ou actions d'organismes de placement collectif mentionnés au II de l'article D. 214-22-1 et au II de l'article D. 214-32-31 du code monétaire et financier s'effectue, dans la mesure du possible, en temps réel, à des conditions commerciales raisonnables et sous une forme aisément accessible aux autres participants du marché.</p> <p>La publication des transactions pour lesquelles le prestataire s'est porté contrepartie peut être différée dans les conditions suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- dans un délai d'une heure pour les transactions d'un montant compris entre 10 et 50 millions d'euros ;</li> <li>- à la fin de la journée de négociation pour les transactions d'un montant supérieur à 50 millions d'euros.</li> </ul>	<p><del>II. – En application de la dernière phrase du second alinéa de l'article L. 533-24 du code monétaire et financier, la publication des transactions portant sur des parts ou actions d'organismes de placement collectif mentionnés au II de l'article D. 214-22-1 et au II de l'article D. 214-32-31 du code monétaire et financier s'effectue, dans la mesure du possible, en temps réel, à des conditions commerciales raisonnables et sous une forme aisément accessible aux autres participants du marché.</del></p> <p><del>La publication des transactions pour lesquelles le prestataire s'est porté contrepartie peut être différée dans les conditions suivantes :</del></p> <ul style="list-style-type: none"> <li><del>- dans un délai d'une heure pour les transactions d'un montant compris entre 10 et 50 millions d'euros ;</del></li> <li><del>à la fin de la journée de négociation pour les transactions d'un montant supérieur à 50 millions d'euros.</del></li> </ul>	
<p>Autres instruments (non equity)</p>		<p><b>Il est proposé de remplacer les dispositions de l'article 315-45 par les dispositions suivantes :</b></p> <p><b><u>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.</u></b></p>	<p>L'AMF retient tous les régimes possibles de publication différée prévus à l'article 21(4) MiFIR.</p>

