



15^e journée de formation des RCCI et des RCSI



Mardi 17 mars 2015
Palais des Congrès - Paris 17^e



Atelier 3

Transposition de MIF 2 : les enjeux pour les intermédiaires de marché

Introduction

- **MIF 2, ce n'est pas seulement une révision de MIF 1**
 - Environ 40 % de dispositions nouvelles
- **Cette présentation n'est pas exhaustive**
- **Les textes de niveau 2 ne sont pas encore stabilisés**
- **Le 3 janvier 2017, c'est demain !**

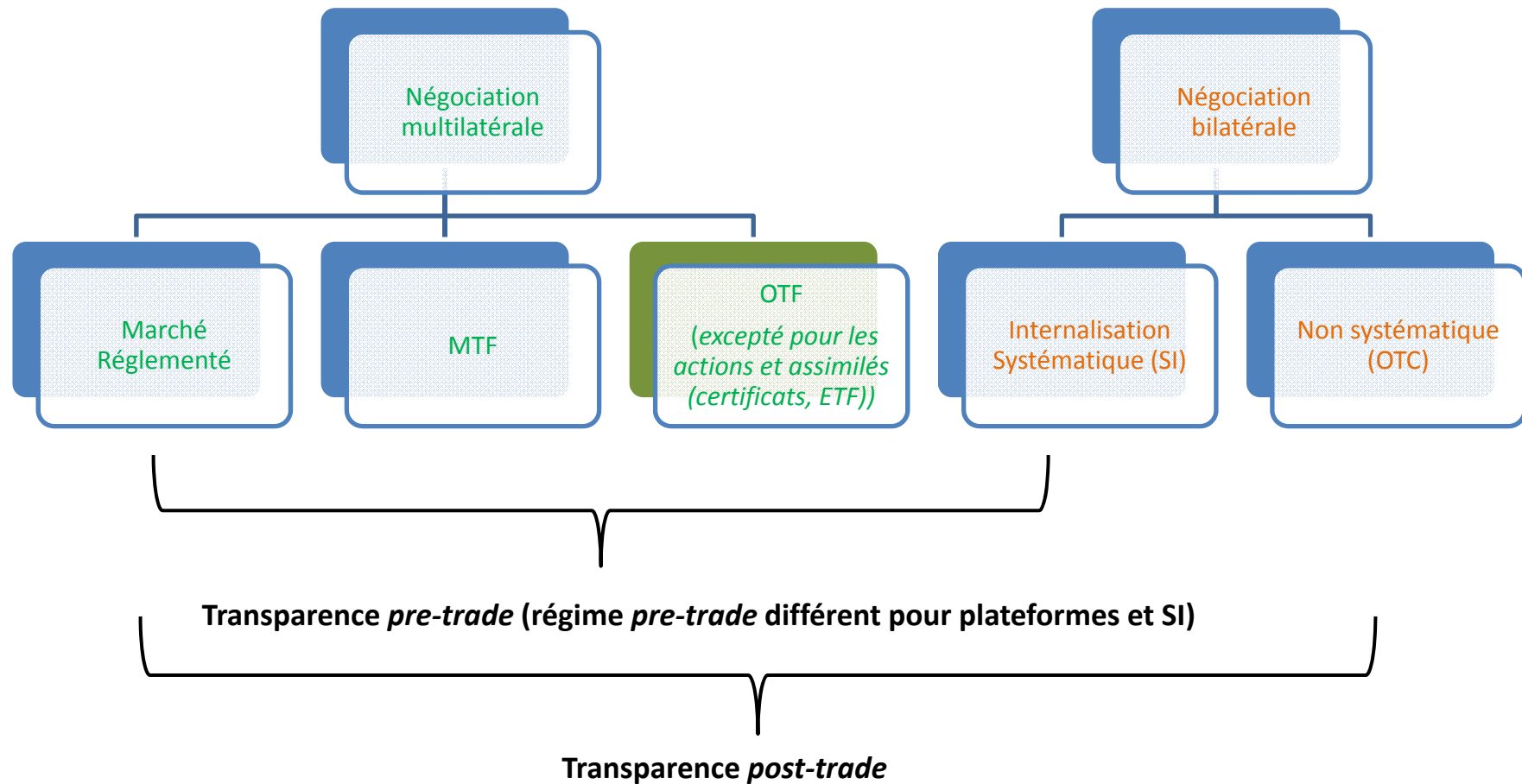
Rappel du calendrier

- **Niveau 1**
 - Directive et règlement publiés en juin 2014
- **Niveau 2**
 - Avis technique publié par l'ESMA en décembre 2014, adoption en juin 2015 d'actes délégués par la Commission européenne (peut s'écarter de l'avis technique ESMA), mais actes délégués finaux en janvier 2016 (processus d'objection Parlement / Conseil)
 - Consultation ESMA sur les standards techniques (RTS ou ITS) close le 2 mars 2015 => transmission à la Commission des RTS en juillet 2015 et des ITS en janvier 2016, mais processus d'endossement par la Commission, puis d'objection Parlement/ Conseil
- **Niveau 3...**

Thèmes abordés

- **Nouveau paysage des lieux d'exécution : OTF, obligation de négociation sur actions et dérivés, régime de transparence pré- et post-négociation**
- **Meilleure exécution**
- **Analyse financière / « *inducements* »**
- **Gouvernance produits**
- **Information sur les coûts et charges**
- ***Reporting* des transactions**
- **Exigences organisationnelles sur le *trading* algorithmique**

MIF 2 : un nouveau paysage des lieux d'exécution (1/2)



MIF 2 : un nouveau paysage des lieux d'exécution (2/2)

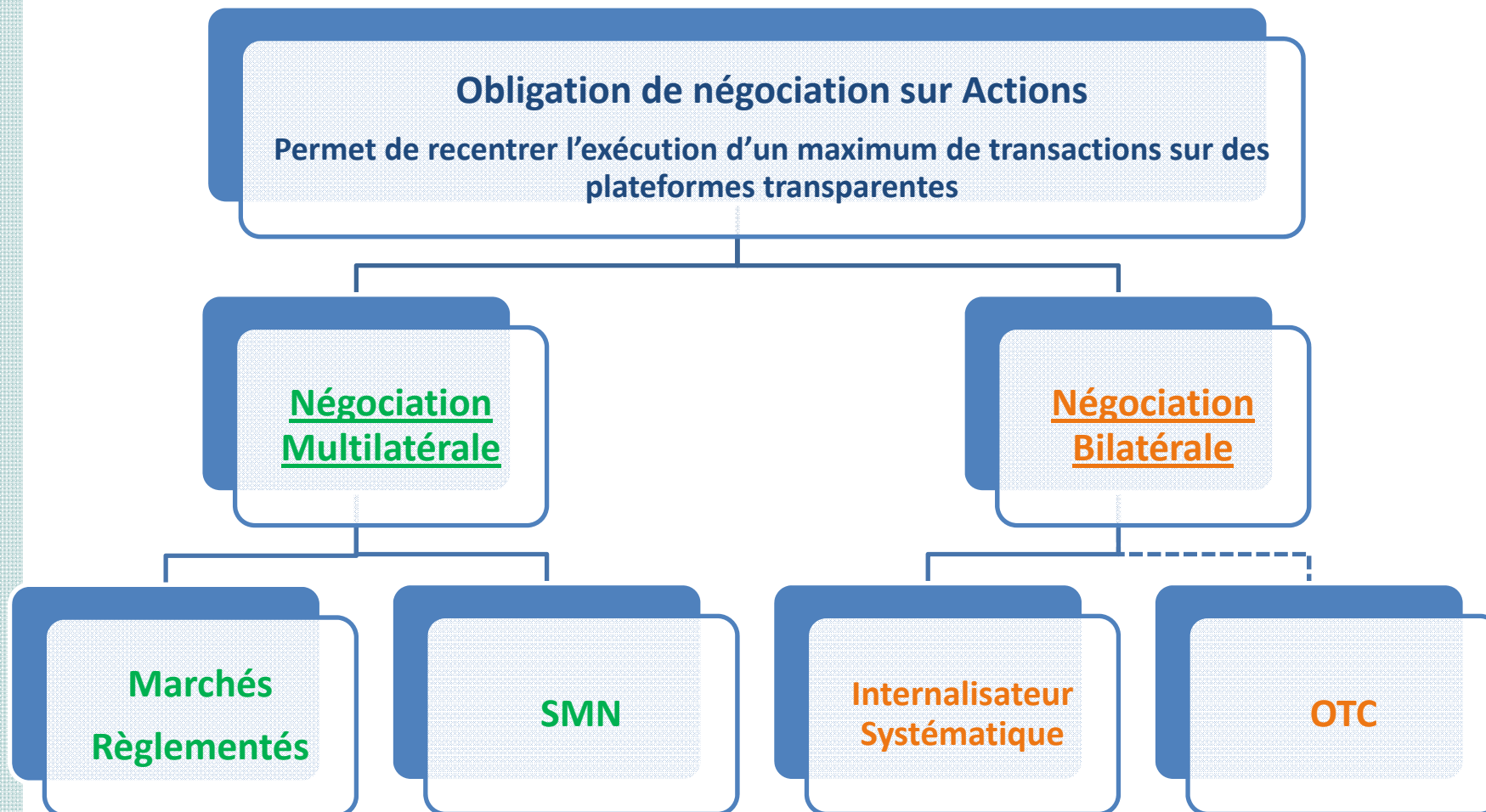
Qu'est ce qu'un OTF ?

- **Caractère « discrétionnaire » de la politique d'exécution : la discrétion réside pour l'opérateur de l'OTF en la possibilité**
 - de décider de placer ou de retirer un ordre sur l'OTF, ou bien
 - lorsqu'il propose des prix et des quantités dans le cadre de la facilitation d'un ordre, de décider de ne pas appairer un ordre spécifique avec les ordres disponibles dans le système à un moment donné.
- **Le compte propre de l'opérateur de l'OTF**
 - Le compte propre est interdit pour les opérateurs d'OTF sauf pour les instruments sur la dette souveraine considérés comme illiquides (*Sovereign illiquid bonds*)
- **Interdiction d'opérer à la fois un OTF et un internalisateur systématique**
- **Le « *Matched Principal Trading* » (MPT) est néanmoins autorisé (à condition que le client donne son consentement)**
 - sauf sur les contrats dérivés qui ne sont pas soumis à l'obligation de compensation

Obligation de négociation sur actions et assimilés

Art. 23 MiFIR

(1/2)



Obligation de négociation sur actions et assimilés

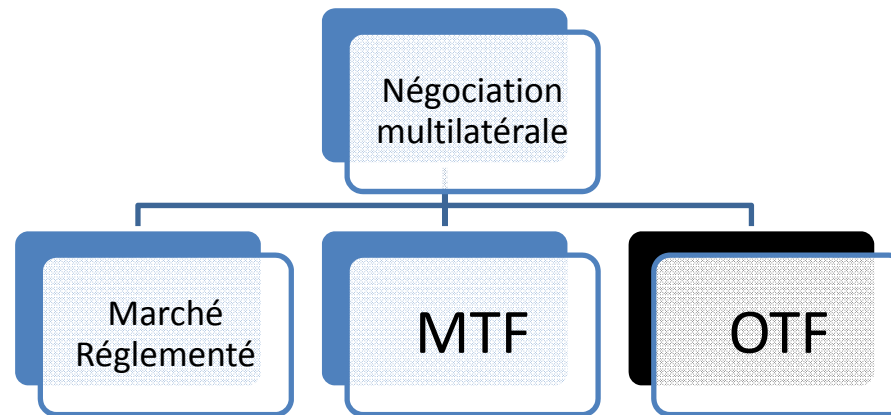
Art. 23 MiFIR

(2/2)

- **L'exécution OTC sur actions est soumise à l'une des 2 conditions suivantes**
 1. La transaction est non systématique, *ad hoc*, occasionnelle, et peu fréquente
 2. La transaction est exécutée entre professionnels et/ou contrepartie éligible et ne contribue pas à la formation du prix
- **Niveau 2 : pouvoir confié à l'ESMA de préciser les caractéristiques d'une transaction ne contribuant pas au processus de découverte du prix en tenant compte des cas suivants :**
 - Les transactions à la liquidité « non adressable » ; ou
 - L'échange de ces instruments financiers est déterminé par des facteurs autres que leur valeur actuelle sur le marché.

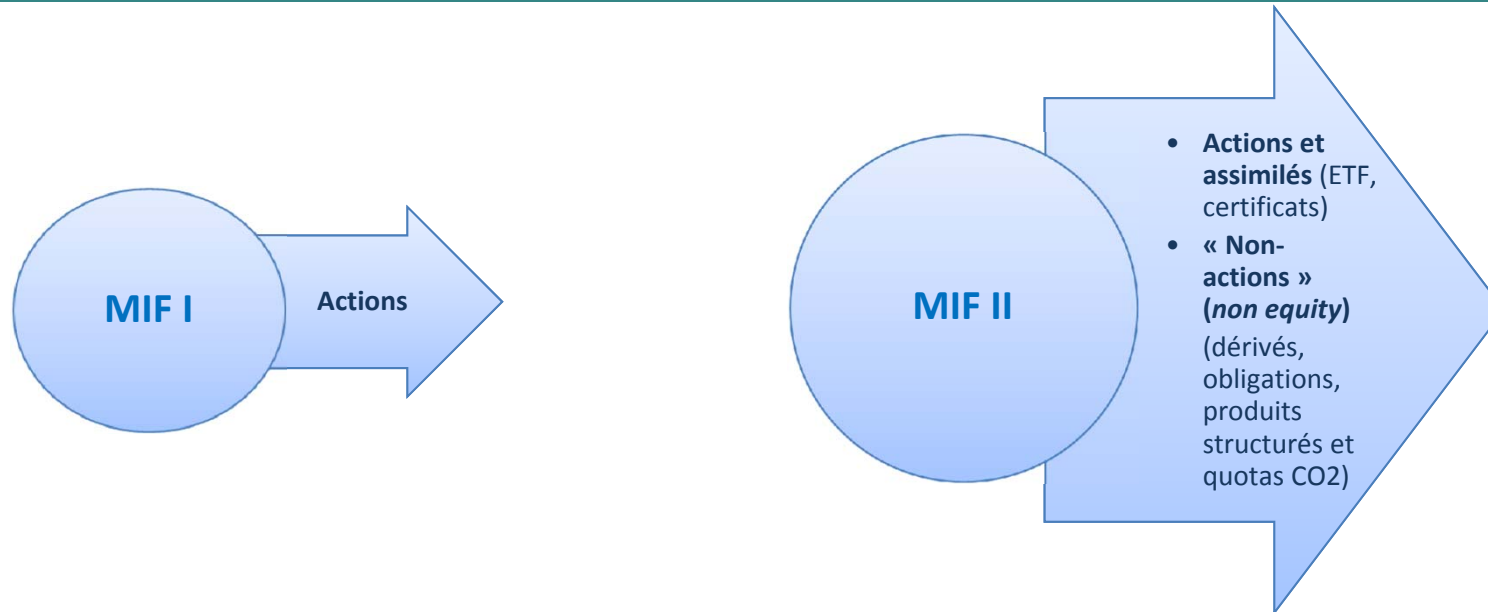
Obligation de négociation des dérivés

Obligation de négociation sur plateforme (Objectif G20)
L'obligation de négociation s'applique aux dérivés soumis à l'obligation de compensation (EMIR) et jugés suffisamment liquides par l'ESMA



Articulation avec EMIR : chaque standard technique de l'ESMA sur l'inclusion d'instruments dans le champ de l'obligation de compensation déclenche 6 mois plus tard un standard technique sur l'obligation de négociation.

MIF 2 : un nouveau régime de transparence



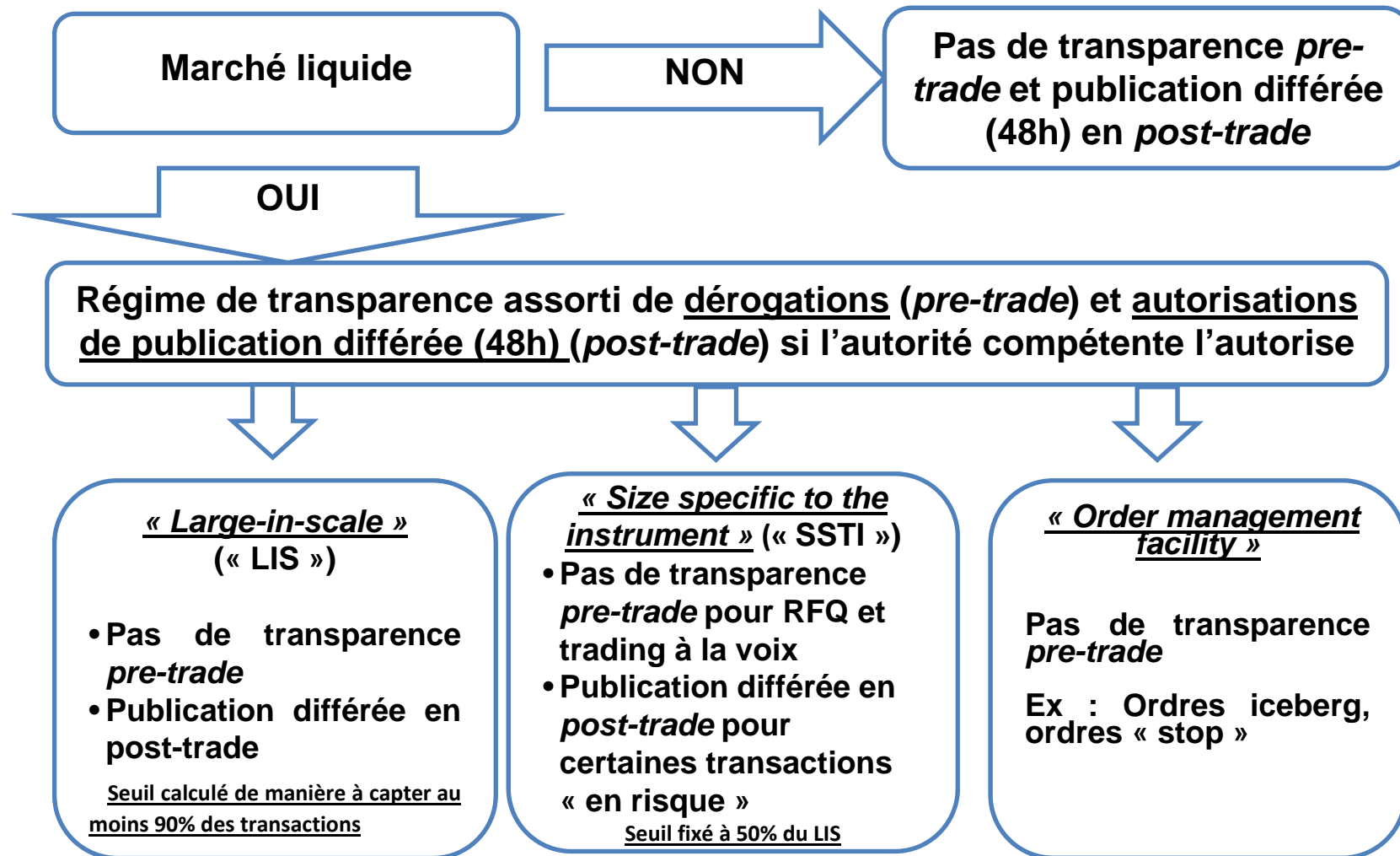
- Création d'un régime de transparence pre- et post-négociation sur les instruments « autres que des actions ou instruments assimilés » (« *non equity* ») – Articles 8-12, 18, 21, 22 MiFIR
- Un régime assorti de dérogations pour les instruments illiquides

Le régime de transparence sur les actions et assimilés

- **Transparence *pre-trade* : Art.5 MiFIR**
 - Maintien des 4 cas de dérogation (« *waiver* ») à l'obligation de transparence
 - Instauration d'un double plafond pour les actions liquides à l'échelle européenne :
 - ✓ 4 % par plateforme
 - ✓ 8 % toutes plateformes confondues
- **Transparence *post-trade* : Art.7 MiFIR**
 - Publication différée possible pour les transactions de grande taille
 - Précision au niveau 2 des conditions et critères pour accorder le régime de publication différée et sous quel délai

Le régime de transparence « *non-equity* »

Champ d'application : instruments « *non-equity* » négociés sur des plateformes (i.e. admis à la négociation sur une plateforme).



- **Renforcement de l'obligation d'obtenir le meilleur résultat possible** pour les clients lors de l'exécution des ordres (de « *reasonable steps*» à « *sufficient steps*»)
- **Interdiction de recevoir une rémunération ou un avantage** pour l'acheminement d'ordres vers une plateforme de négociation ou d'exécution qui serait contraire aux règles sur les conflits d'intérêts ou les incitations prévues dans diverses dispositions de la directive
- La politique d'exécution doit être **suffisamment détaillée** et facilement compréhensible par les clients
 - l'avis technique de l'ESMA précise que cette clarification doit également porter sur les politiques de « meilleure sélection », avec les ajustements nécessaires
 - un résumé doit être fourni aux clients de détail mettant l'accent sur le coût total du service avec un lien vers les données sur la qualité d'exécution les plus récentes publiées par chaque *venue*

- **La directive prévoit la publication**
 - **par les prestataires exécutant les ordres**, pour chaque catégorie d'instruments financiers, des informations relatives aux 5 premières plateformes d'exécution utilisés ainsi qu'à la qualité d'exécution obtenue (*reporting* annuel)
 - L'avis technique de l'ESMA propose que les publications d'informations demandées aux PSI exécutant les ordres soient adaptées et étendues à ceux transmettant les ordres
 - Les RTS prévoient que les PSI doivent publier les conclusions de leur analyse des *reportings* des plateformes d'exécution
 - **par les plateformes d'exécution**, pour chaque instrument financier, d'informations sur les prix, les coûts, la rapidité et la probabilité d'exécution (*reporting* au moins annuel)
 - Les RTS prévoient des *reportings* adaptés en fonction des modèles des plateformes d'exécution (dirigés par les prix ou par les ordres)

Analyse financière et *inducements* (1/2)

- **Interdiction de percevoir et de conserver des rémunérations ou avantages dans le cadre de la fourniture des services de conseil en investissement indépendant et gestion de portefeuille, à l'exception des avantages non monétaires mineurs (art. 24.7 et 24.8)**
 - **Pour l'ESMA, l'analyse financière est un avantage non monétaire reçu en liaison avec le service de gestion de portefeuille ou de conseil indépendant**
 - **L'avis technique de l'ESMA prévoit que la recherche ne soit pas considérée comme un *inducement* dans les cas suivants :**
 - elle est financée directement par celui qui la reçoit (soit le gestionnaire de portefeuille)
 - elle peut être financée par les portefeuilles, sous certaines conditions :
 - mise en place d'un compte ségrégué
 - établissement ex-ante d'un budget de recherche et affectation par portefeuille ;
 - transparence : obtention de l'accord préalable du client + information ex-post sur le budget affecté à son portefeuille
 - contrôle de l'utilité pour le client des frais de recherche qu'il est amené à supporter.
- ▶ Le montant payé n'est pas directement lié à la rotation du portefeuille et aux frais de transactions et la recherche facturée au client est utile à celui-ci.

Analyse financière et *inducements* (2/2)

- **Un dispositif qui a vocation à être étendu à la gestion collective...**
- **... et toujours très contesté après transmission de l'avis technique de l'ESMA à la Commission européenne, en particulier :**
 - Clarification de la compatibilité avec un mécanisme du type CSA (*Commission Sharing Agreement*)
 - Application aux SME
 - Application aux *non equities*
 - Absence de proportionnalité
 - Faisabilité de l'obtention de l'accord préalable des clients, etc.

Gouvernance produits - économie générale

- **Objectif général**

- Définition des responsabilités respectives des producteurs et distributeurs
- Instauration d'un lien entre les deux maillons de la chaîne de distribution

- **Champ**

- Les PSI producteurs et les PSI distributeurs
 - Lorsque les distributeurs commercialisent des IF produits par des producteurs non PSI européens, ces distributeurs doivent prendre les mesures nécessaires pour obtenir l'information des producteurs
- Tous produits même les plus « vanille »
- Application proportionnée
- Possibilité de s'appuyer sur des informations publiques émises en application d'autres directives

Gouvernance produits-obligations des producteurs

(1/2)

Niveau 1

- **Processus préalable d'approbation de chaque instrument financier**
 - Détermination d'un marché cible: les IF doivent être conçus pour répondre aux besoins d'une clientèle cible
 - La stratégie de distribution prévue doit convenir au marché cible
- **Des mesures raisonnables doivent être prises par le producteur pour garantir que l'instrument financier est distribué auprès du marché cible**
- **Obligation de revue régulière et de prise en compte des évènements affectant les risques**
- **Mise à disposition du distributeur de tous les renseignements utiles sur l'instrument financier et sur le processus d'approbation du produit, y compris le marché cible**

Niveau 2

- Analyse des conflits d'intérêts
- Compétence des équipes
- Rôle de l'organe de direction et de la conformité
- Production de scénarii d'évolution et prise en compte du profil rendement/risque dans la détermination de la cible
- Prise en compte de la structure de coût (§ produits avec avantages fiscaux)
- Revue régulière des produits au regard de la cible de clientèle
- Meilleurs efforts pour prendre en compte les « *crucial events* » qui affectent les risques ou le rendement
- Prise de mesures appropriées

Gouvernance produits- obligations des distributeurs

(1/2)

Niveau 1

- **Obligation de comprendre les IF commercialisés et de contrôler leur compatibilité avec les besoins de la clientèle**, en prenant en compte la clientèle cible identifiée par le producteur
- **Si le distributeur ne conçoit pas les instruments financiers, il doit :**
 - obtenir les renseignements relatifs aux produits
 - comprendre et identifier le marché cible défini
- **Revue régulière pour, au minimum, vérifier que :**
 - le produit continue de correspondre aux besoins du marché cible identifié
 - la stratégie de distribution prévue demeure appropriée

Niveau 2

- Définition de la cible dans le cas où le producteur ne l'a pas fait
- Product governance arrangements pour garantir que le produit est distribué aux « bons » clients ; rôle du management et de la *compliance* ; prise en compte des CI
- Information du producteur des conclusions de la revue régulière
- Compétence du personnel
- Accord avec les producteurs non MiFID pour obtenir les informations nécessaires, en prenant en compte le volume d'infos publiques et la complexité des produits

Niveau 1

- **Fourniture au client, *ex ante*, d'une information agrégée sur le coût total...**
 - Coût des services et coût des IF recommandés ou commercialisés
 - Modalités de paiement
 - Y compris paiement des/aux tiers
- **...lui permettant de mesurer l'effet cumulé sur le rendement de l'instrument financier**
- **En cas de relation continue, fourniture des informations régulièrement**
 - Au moins une fois par an, pendant la durée de l'investissement

Niveau 1

Champ d'application

- **Clients de détail**
- **Clients professionnels**
 - Possibilité de convenir de dispositions allégées sauf en cas de fourniture du service de gestion de portefeuille ou dans le cas où les IF concernés « *embed a derivative* »
- **Contreparties éligibles**
 - Possibilité de convenir de dispositions allégées sauf dans le cas où les IF concernés « *embed a derivative* » et que la contrepartie éligible prévoit de les proposer à ses clients

Niveau 2

Information à fournir

| | Recommandation ou commercialisation d'instruments financiers ou fourniture d'un KID/KIID | Autres activités |
|--|--|-------------------------------|
| Au moment de la vente | Coûts des instruments financiers + Coûts des services | Coûts des services |
| Après la vente (relation continue) | Coûts des instruments financiers + Coûts des services (fourniture annuelle) | Notion de relation continue ? |

- Notion de recommandation ?

- **Références réglementaires**

- **Niveau 1**

- Article 26 de MiFIR pour l'obligation de déclarer les transactions et articles 59-63 et 66 de MiFID pour les ARM

- **Niveau 2**

- RTS – 32 « *Draft regulatory technical standards on reporting obligations under Article 26 of MiFIR* », projet publié le 19 décembre 2014 par l'ESMA dans le « *Consultation Paper* » (CP) sur le *Market Data Reporting* (chapitre 8 du CP)

- **Niveau 3**

- *Guidelines* ESMA prévues sur les « *Business Cases* » (conventions de déclaration selon le schéma d'exécution)

- **Objectifs**

- Renforcer l'harmonisation européenne initiée par MIF
- Standardiser les schémas déclaratifs
- Enrichir le *reporting*, avec davantage de précisions sur les transactions déclarées au régulateur

=> Augmenter la capacité des régulateurs à détecter des abus de marché

- **Périmètre élargi en termes d'instruments financiers**
 - Ainsi doivent être déclarées toutes les transactions portant sur :
 - Les instruments financiers admis à la négociation ou négociés sur une plate-forme de négociation (MR + **SMN, OTF**) ou pour lesquels une demande d'admission à la négociation a été présentée
 - Les instruments financiers dont le sous-jacent est un instrument financier négocié sur une plate-forme de négociation
 - Les instruments financiers 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 CCSR concernant les « *non-securities derivatives* », les instruments portant sur des devises, des taux ou des matières premières sont inclus

- **Des informations à déclarer plus nombreuses**

Le RTS définit 82 champs déclaratifs contre 20 champs auparavant dans le système français.

Identification du client final

- Personne morale => LEI
- Personne physique => chaque État membre a proposé un ou plusieurs identifiants par ordre de priorité (cf. Annexe II du RTS 32)

L'AMF a choisi d'identifier les personnes physiques en France comme suit :

- Priorité 1 : le passeport
- Priorité 2 : la carte d'identité ou le titre de séjour
- Priorité 3 : un code concaténé, composé de la date de naissance (format : YYYYMMDD) / le nom de famille (format : 5 premières lettres) / le prénom (format : 5 premières lettres)

Par ailleurs, le nom de famille, le prénom, la date de naissance, le pays de résidence et le code postal du donneur d'ordre sont des données requises par le reporting des transactions.

Troisième « Trading capacity »

Le RTS prévoit une granularité plus fine concernant la nature de la transaction, avec la création de la « *Matched principal capacity* », en complément de « *Agency* » et « *Principal* ». L'objectif pour le régulateur est de dissocier ce qui relève réellement de l'activité de compte propre pure de l'activité exercée en compte propre sur les plateformes de négociation pour le compte d'un client (identification du « *Riskless Principal* »).

« Short selling flag »

Ce nouveau champ a pour objectif d'identifier les transactions de vente à découvert. À cet égard, le RTS définit les cas précis dans lesquels ce champ doit être renseigné:

- Lorsque le PSI exécute une vente à découvert pour compte propre, que celui-ci soit ou non exempté de l'obligation de déclaration de position courte nette en application du règlement SSR.
- Lorsque le PSI exécute une vente à découvert pour le compte d'un client.

Le RTS prévoit d'autres nouveaux champs tels que l'identifiant du « *trader* » (pour la décision d'investissement et l'exécution de la transaction), de l'algorithme et des « *pre-trade transparency waivers* ».

« *Simplified approach* »

Le RTS propose également une nouvelle convention déclarative visant à simplifier les modalités du *reporting* pour l'ensemble des acteurs (PSI, régulateurs...). L'objectif est de refléter la réalité économique des transactions (création des champs « *Buyer* » et « *Seller* », qui se substituent aux champs « déclarant » et « contrepartie »)

- **Des évolutions majeures qui impactent la population soumise à l'obligation de *reporting* et les modalités de transmission des déclarations**

Reporting des succursales

Le RTS simplifie les schémas déclaratifs des succursales des PSI européens. Il propose que toutes les transactions soient déclarées au seul régulateur du pays d'origine du PSI (« *home competent authority* »), y compris lorsqu'elles impliquent une ou plusieurs succursales (au sein ou en dehors de l'Espace économique européen).

« *Transmission of order* »

Le RTS prévoit que l'établissement « transmetteur d'ordres » est assujéti au reporting des transactions dans le cas où celui-ci ne fournit pas toutes les informations déclarables (ex: informations sur le client final) au maillon suivant dans la chaîne d'exécution.

=> Les PSI exerçant le service de RTO, aujourd'hui non soumis à l'obligation de reporting à l'AMF, devront déclarer leurs transactions à l'AMF s'ils ne transmettent pas l'ensemble des informations requises

Le statut de « *Approved Reporting Mechanism* »

L'article 26 de MIFIR prévoit que le reporting des transactions peut être effectué soit par:

- le PSI assujetti au reporting des transactions directement
- une plateforme de négociation dont le système a servi à réaliser la transaction
- **un mécanisme de déclaration agréé agissant pour son compte (« ARM »)**

Attention

- Un PSI qui déclarera pour le compte d'autres entités devra être agréé à l'exploitation d'un ARM en sollicitant une extension de son agrément (fin du statut actuel de « simple mandataire »)
- En effet, l'exploitation d'un ARM est l'un des services de communication de données dont la fourniture exigera un agrément dans les conditions fixées à l'article 59 de MiFID. La directive prévoit que l'agrément est accordé dans un délai de 6 mois suivant la soumission d'une demande complète (programme d'activité défini dans les standards techniques de niveau 2)

Exigences organisationnelles sur le *trading* algorithmique

Art. 17 de MiFID (1/3)

Des dispositions, déclinées au niveau 2, qui s'inspirent largement des orientations de l'ESMA sur les systèmes et contrôles dans un environnement de négociation automatisé (ESMA/2012/122)

- **Le *trading* algorithmique**
 - Obligation de disposer de systèmes et contrôles de risques efficaces et adaptés à son activité : résilience, limites de négociation, seuils et limites appropriés, prévention de toute perturbation de marché, plans de continuité, tests, etc.
 - Notification aux autorités compétentes de son État membre d'origine et de la plateforme de négociation
- **Le *trading* à haute fréquence**
 - Catégorie spécifique du *trading* algorithmique, définie au niveau 2 :
 - 2 options absolues se basant respectivement sur 1 et 2 seuils fixes minimaux de messages par seconde
 - 1 option relative fondée sur la durée de vie des ordres et les observations du « *Committee for Economic and Market Analysis* »
 - Exigences renforcées avec tenue, sous une forme validée, d'un registre précis et chronologique de tous les ordres passés, y compris les annulations d'ordres, les ordres exécutés et les cotations sur des plateformes de négociations (registre mis à la disposition de l'autorité compétente sur demande). Cf. projet de standards techniques publié le 19 décembre 2014 (RTS 35)

Exigences organisationnelles sur le trading algorithmique

Art. 17 de MiFID

(2/3)

- **L'accès direct au marché**

- Un PSI fournissant un accès direct à une plateforme de négociation doit :

- Disposer de systèmes et contrôles efficaces : adéquation des clients, limites de négociation et de crédit, contrôle des risques , prévention des perturbations des marchés
 - Veiller à ce que ses clients se conforment à la directive et aux règles du marché
 - Surveiller les transactions
 - Signer un accord avec ses clients portant sur les droits et obligations découlant de ce service... mais le PSI demeure responsable
 - Notifier aux autorités compétentes de son État membre et de la plateforme de négociation
 - Fournir sur demande une description des systèmes et contrôles

Exigences organisationnelles sur le trading algorithmique

Art.17 de MiFID

(3/3)

- **La tenue de marché**

- Le projet de standards techniques publié le 19 décembre 2014 (RTS 15) précise :

- Les conditions garantissant que les dispositifs de tenue de marché des opérateurs de marché sont équitables et non discriminatoires
- Les obligations minimales qu'une plateforme doit prévoir dans ces dispositifs;
- Les conditions dans lesquelles la mise en place d'un dispositif de tenue de marché par une plateforme n'est pas appropriée
- Les circonstances qui doivent conduire une entreprise d'investissement à conclure un contrat de tenue de marché avec un opérateur de marché
 - ✓ Dès lors qu'une entreprise d'investissement est présente sur une plate-forme au moins 30 % des heures de négociation quotidienne d'une journée de négociation, elle doit conclure un contrat avec l'opérateur de marché;
 - ✓ Tout contrat de tenue de marché doit prévoir que le temps de présence est de 50 % des heures de négociation quotidienne
- Les circonstances exceptionnelles permettant de dispenser les teneurs de marché de leurs obligations



15^e journée de formation des RCCI et des RCSI



Mardi 17 mars 2015
Palais des Congrès - Paris 17^e