

Avril 2022

CONTRÔLES SPOT

Synthèse relative à la transparence post-négociation
obligatoire

Table des matières

INTRODUCTION	3
1. RÉSUMÉ DES PRINCIPAUX ENSEIGNEMENTS DES MISSIONS	4
2. CONTEXTE ET PÉRIMÈTRE	6
2.1. PRÉSENTATION DE L'ÉCHANTILLON DE PSI CONTRÔLÉS	6
2.2. THÈMES ET MÉTHODOLOGIE APPLIQUÉE	7
2.3. RÉGLEMENTATION APPLICABLE	8
3. CONSTATS ET ANALYSES	11
3.1. LE DISPOSITIF DE GOUVERNANCE DE LA PUBLICATION DES TRANSACTIONS	11
3.1.1. Présentation de l'activité obligataire et lieux de négociation	11
3.1.2. Organisation et effectifs.....	12
3.1.3. Outils impliqués.....	13
3.1.4. Comitologie et procédures.....	14
3.1.5. Modalités de publication	15
3.1.6. Recours aux différés de publication.....	15
3.1.7. Répartition des missions entre les PSI et l'APA.....	18
3.2. ACCESSIBILITÉ, EXHAUSTIVITÉ ET QUALITÉ DES DONNÉES.....	20
3.2.1. Existence d'une publication des transactions assujetties.....	21
3.2.1.1. <i>Publication des transactions assujetties à la publication</i>	21
3.2.1.2. <i>Transactions non éligibles à la publication</i>	22
3.2.2. Délais de publication des transactions.....	23
3.2.2.1. <i>Transactions publiées en « temps réel »</i>	24
3.2.2.2. <i>Transactions ayant bénéficié d'un différé</i>	24
3.2.3. Qualité des informations publiées	26
3.3. VÉRIFICATION DU DISPOSITIF DE CONFORMITÉ.....	29
3.3.1. Plan de contrôle	29
3.3.2. Contrôles de « niveau 1 ».....	30
3.3.3. Contrôles de « niveau 2 ».....	33

INTRODUCTION

Conformément aux priorités de supervision de l’Autorité des marchés financiers (ci-après « AMF ») pour 2021 et en lien avec les priorités stratégiques de supervision de l’Union Européenne, une série de contrôles courts thématiques SPOT¹ portant sur la transparence post-négociation pour les produits obligataires a été menée sur la période allant de juillet à décembre 2021. Ces contrôles s’inscrivent dans le cadre des dispositions introduites par le règlement (UE) n° 600/2014 du 15 mai 2014 concernant les marchés d’instruments financiers (ci-après « règlement MiFIR »), entré en application le 3 janvier 2018, ainsi que des règlements délégués subséquents². Les investigations ont porté sur un panel de cinq prestataires de services d’investissement (ci-après « PSI ») et ont couvert une période allant du 3 janvier 2018 au 30 juin 2021.

L’objectif principal de cette série de contrôles SPOT était de s’assurer du respect par les PSI des exigences afférentes à la transparence post-négociation pour les produits obligataires³. Ainsi, il a été porté une attention particulière : *i) à la gouvernance de la publication des transactions assujetties à une telle obligation, ii) à l’accessibilité, à l’exhaustivité et à la qualité des données et iii) au dispositif de contrôle de conformité*. La présente synthèse a pour objet d’apporter un éclairage sur les modalités de mise en œuvre des exigences relatives à la transparence post-négociation obligatoire édictées par les dispositions du règlement MiFIR. Elle analyse les dispositifs mis en place par chaque PSI à la date des contrôles. Il est par ailleurs rappelé que le thème de la transparence post-négociation avait fait l’objet d’un « état des lieux » par l’AMF en mai 2020⁴.

La directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 (ci-après « **directive MIF 2** ») et le règlement MiFIR ont permis de renforcer les exigences de transparence post-négociation. Tandis que la publication post-négociation des transactions ne concernait que les actions admises à la négociation sur un marché réglementé en vertu des exigences de la directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 (« **MIF 1** »), l’exigence a été étendue par la directive MIF 2 à de multiples instruments financiers dont les obligations admises aux négociations sur une plateforme européenne. Le règlement MiFIR en particulier, applicable au 3 janvier 2018, a établi des obligations de transparence post-négociation. Celles-ci sont applicables aux plateformes de négociation, aux internalisateurs systématiques ainsi qu’aux entreprises d’investissement réalisant des transactions de gré à gré (ci-après « **OTC** » ou « **gré à gré** »). Le règlement prévoit néanmoins des dérogations voire des exemptions à ce principe de transparence. Le règlement MiFIR institue ainsi une possibilité pour les autorités nationales d’autoriser des différés de publication des transactions en fonction de différents critères tels que le type ou la taille des transactions. Ces dérogations concernent aussi bien les plateformes de négociation telles que les systèmes organisés de négociation (ci-après « **OTF** »), que les internalisateurs systématiques ou encore les entreprises d’investissement réalisant des transactions OTC. La transparence post-négociation permet aux investisseurs d’être informés du niveau des transactions sur les obligations, sans considération du lieu de négociation.

Trois années après l’entrée en application du règlement MiFIR, l’AMF a constaté d’importantes insuffisances dans le respect des diligences requises en matière de transparence post-négociation obligatoire par les PSI du panel.

¹ Supervision des Pratiques Opérationnelle et Thématique.

² Notamment le règlement délégué (UE) 2017/583 de la Commission du 14 juillet 2016 (ci-après « **RTS 2** »).

³ Etaient concernés par cette série de contrôles uniquement les produits obligataires, en d’autres termes, les obligations visées à l’article L. 213-5 du code monétaire et financier.

⁴ AMF, « *Etat des lieux de la transparence obligatoire sous MIF 2* », mai 2020.

Ce document ne constitue ni une position, ni une recommandation. Les pratiques identifiées comme « bonnes » ou « mauvaises » soulignent des approches constatées lors des contrôles et susceptibles de favoriser ou de compliquer le respect de la réglementation en matière de transparence post-négociation sur les produits obligataires.

1. RÉSUMÉ DES PRINCIPAUX ENSEIGNEMENTS DES MISSIONS

En premier lieu, concernant le dispositif de gouvernance, la mission de contrôle a constaté que quatre PSI du panel disposaient d'effectifs spécifiquement dédiés au dispositif de publication des transactions. Néanmoins, ces établissements, pour lesquels le dispositif mis en place pour la transparence post-négociation est décentralisé⁵, ne parviennent pas à assurer une continuité suffisante des compétences techniques au sein des équipes localisées en France, notamment pour la fonction conformité. Cela constitue une mauvaise pratique. Il a par ailleurs été constaté que deux PSI recouraient à certains outils également utilisés dans le cadre d'autres régimes de déclaration réglementaire, permettant une optimisation des moyens humains et techniques, ce qui constitue une bonne pratique. En outre, quatre PSI disposent d'outils informatiques permettant la réalisation de certains contrôles automatisés et matérialisés par des indicateurs de performance destinés à piloter des données chiffrées et à suivre les éventuels incidents, ce qui constitue également une bonne pratique.

Concernant la comitologie et les procédures afférentes au dispositif de transparence post-négociation, la mission de contrôle a constaté que quatre PSI disposaient de comités dédiés au traitement des sujets de transparence post-négociation, permettant notamment de suivre les éventuels incidents, la mise en place de ces comités constituant ainsi une bonne pratique. Par ailleurs, quatre PSI ne mentionnent pas dans leur corps procédural les différés qu'ils utilisent, ce qui constitue une mauvaise pratique. Concernant les lieux d'exécution et les modalités de publication, il est relevé que deux PSI du panel exploitent un OTF. L'un de ces PSI a recours à un dispositif de publication agréé (ci-après « APA⁶ ») pour publier tant les transactions exécutées de gré à gré que les transactions exécutées sur son OTF. Si aucun article ne prévoit ni n'interdit cette possibilité, il est rappelé que le recours à un APA, par un PSI exploitant un OTF, ne limite pas sa responsabilité au regard de ses obligations dues au titre de la transparence post-négociation. Lorsqu'un PSI exploitant un OTF recourt à un APA pour la publication de ses transactions éligibles, le cadre applicable est celui d'une prestation externalisée classique. Au titre des mauvaises pratiques relevées, quatre PSI du panel ne mettent pas à disposition du public, sur leur site internet, le lien permettant d'accéder aux publications réalisées pour leur compte par l'APA.

En ce qui concerne le recours aux différés de publication par les PSI du panel, il a été constaté qu'aucun d'entre eux ne réalisait de contrôle ex-post de la prestation réalisée par l'APA concernant le calcul et l'application des différés, ce qui n'est pas en phase avec les préconisations de l'Esma⁷. Concernant le partage des tâches relatives à la publication des transactions entre les APA et les PSI du panel y ayant recours, il a été constaté que trois PSI incluaient, dans les conventions conclues avec l'APA, des dispositions visant la gestion des informations incomplètes et/ou erronées ainsi que le format et l'horodatage des informations à publier, ce qui constitue une bonne pratique. De plus, la mission de contrôle a constaté que quatre PSI ne précisaient pas explicitement, dans ces conventions, les obligations réglementaires incombant aux parties prenantes dans le cadre de la publication

⁵ Le dispositif implique dans ce cas des équipes pouvant être situées hors de France mais au sein de l'Union Européenne, ou bien hors de l'Union Européenne. A noter que ces équipes sont intégrées aux effectifs des groupes concernés.

⁶ *Approved Publication Arrangement (APA)*.

⁷ Esma, « *Questions and Answers On MiFID II and MiFIR transparency topics* », réponse 1 – partie "8 Data reporting services providers".

post-négociation des transactions. Ces imprécisions sont également constitutives d'une mauvaise pratique. Par ailleurs, il a été constaté que quatre PSI disposaient d'une documentation à caractère pédagogique détaillant les règles de gestion appliquées par l'APA et présentant les interfaces mises à leur disposition, ce qui constitue une bonne pratique. Enfin, il a été constaté, au titre des mauvaises pratiques, qu'aucun PSI ne vérifiait l'existence d'une publication effective sur l'emplacement prévu à cet effet, qu'il s'agisse du site internet de l'APA ou du site internet sur lequel la plateforme de négociation publie ses transactions.

En deuxième lieu, la mission de contrôle a constitué, pour chaque établissement, des échantillons de transactions qui ont révélé de nombreuses insuffisances constituant des manquements à la réglementation. Plus précisément :

- La mission de contrôle a constaté que trois PSI n'avaient soit pas publié certaines transactions exécutées sur leur OTF, soit pas soumis certaines transactions à leur APA en vue de leur publication. Ces faits contreviennent aux dispositions des articles 10 (1) et 21 (1) du règlement MiFIR. De surcroît, la mission de contrôle a constaté qu'un PSI s'était fondé sur un référentiel client incorrect pour déterminer l'éligibilité à la publication des transactions et qu'un autre PSI avait appliqué un code MIC⁸ erroné, empêchant la publication éventuelle des transactions concernées, en méconnaissance des dispositions susvisées.
- La mission de contrôle a également étudié le respect des délais de publication des transactions. Cette évaluation a d'abord concerné les transactions devant être publiées « en temps réel », *i.e.* dans les 15 minutes⁹ suivant leur exécution. Il en est ressorti que quatre PSI du panel n'avaient pas publié l'ensemble des transactions analysées dans les délais impartis, contrevenant aux dispositions de l'article 7 (4) a) du RTS 2. Cette évaluation a ensuite porté sur les transactions ayant bénéficié d'un différé de publication. La mission de contrôle a constaté que trois PSI n'avaient pas respecté les délais réglementaires pour plusieurs transactions, en méconnaissance des dispositions de l'article 8 (1) du RTS 2. Par ailleurs, pour deux PSI, dans le cadre de transactions exécutées de gré à gré et éligibles aux différends de publication, la mission a constaté la soumission tardive des informations post-négociation à l'APA, bien que ces transactions aient été publiées dans les délais réglementaires, ce qui constitue une mauvaise pratique.
- La mission de contrôle a également évalué la qualité des informations post-négociation publiées et constaté que les cinq PSI avaient, soit transmis à l'APA des informations erronées, soit publié des informations erronées ou sous un format non réglementaire. De plus, la mission de contrôle a relevé qu'un PSI avait publié certaines transactions indûment, engendrant un risque de double publication, en méconnaissance des dispositions prévues aux articles 21 (2) du règlement MiFIR et 7 (5), (6) et (7) du RTS 2, à la lumière du Q&A de l'Esma « *On MiFiD II and MiFIR transparency topics* ». En outre, la mission de contrôle a constaté que trois PSI n'étaient pas en mesure de connaître la durée de publication des informations post-négociation sur le site de l'APA, ce qui constitue une mauvaise pratique. Pour un autre PSI, ces informations ont été publiées durant plus de 24 heures. L'Esma recommandant que les transactions soient *a minima* publiées durant 24 heures, cet élément constitue une bonne pratique¹⁰.

En troisième lieu, la mission de contrôle a examiné les dispositifs de contrôle des PSI du panel applicables à la thématique contrôlée. Il est ressorti de cette analyse que ces dispositifs étaient insuffisants. Ainsi, seuls quatre PSI disposaient d'un plan de contrôle formalisé. Cette absence de définition de points de contrôle réguliers de la part du dernier PSI ne respecte pas les dispositions des articles L. 533-10 II 1° du code monétaire et financier (ci-après

⁸ Market Identifier Code (MIC).

⁹ Il s'agissait du délai applicable aux transactions exécutées sur une partie de la période retenue par la mission de contrôle (jusqu'au 3 janvier 2021) en application de l'article 7 (4) a) du RTS 2.

¹⁰ Question 10 du Q&A de l'Esma « *On MiFiD II and MiFIR transparency topics* ».

« **CMF** »), 312-1 du règlement général de l'AMF (ci-après « **RG AMF** ») et 22 du règlement délégué (UE) 2017/565¹¹. Par ailleurs, le plan de contrôle de l'un des quatre PSI susvisés s'est avéré insuffisamment étayé, en méconnaissance des dispositions précitées. La mission de contrôle a constaté que quatre PSI formalisaient la mise en place de mesures correctrices à partir d'une certaine note attribuée aux résultats d'un contrôle, ce qui constitue une bonne pratique. De plus, la mission de contrôle a relevé l'insuffisance du dispositif de contrôle de « niveau 1 » concernant deux PSI, en l'absence d'une couverture suffisante du périmètre leur incombant et, pour l'un de ces PSI, en l'absence d'une formalisation et d'une traçabilité suffisantes des diligences réalisées. Parmi les trois mauvaises pratiques relevées pour les contrôles de « niveau 1 », quatre PSI n'ont pas mis en place de contrôle permettant de détecter les variations importantes dans le volume des transactions adressées à l'APA, de manière à identifier des anomalies affectant la correcte publication des transactions. Parmi les quatre bonnes pratiques identifiées, un PSI a déployé un programme de tests permettant la réalisation de contrôles spécifiques, en complément des contrôles « standards » définis en « niveau 1 ». Enfin, le dispositif de conformité s'est avéré insuffisant pour l'ensemble des PSI du panel, en l'absence de définition de contrôle de « niveau 2 » (deux PSI) ou en raison du périmètre de couverture de la thématique (trois PSI), en méconnaissance des dispositions précitées.

2. CONTEXTE ET PÉRIMÈTRE

2.1. PRÉSENTATION DE L'ÉCHANTILLON DE PSI CONTRÔLÉS

Ces contrôles SPOT ont été réalisés conjointement auprès de cinq PSI agréés pour fournir le service d'investissement de négociation pour compte propre ou pour l'exploitation d'un système organisé de négociation, agréments visés à l'article L. 321-1 (3) et (9) du CMF.

Plus en détail, l'intégralité des PSI du panel réalise des transactions sur obligations de gré à gré. Néanmoins, la nature de cette activité de gré à gré varie selon les PSI. Trois PSI exercent ainsi des activités obligataires de gré à gré en tant qu'internalisateur systématique uniquement. Les deux derniers PSI exploitent un OTF et négocient des transactions en pur gré à gré. Dans la suite de cette synthèse, il sera fait référence à l'activité « OTC » sans distinction entre le « pur gré à gré » et l'activité en tant qu'internalisateur systématique. L'activité des différents PSI du panel peut se résumer comme suit :

Tableau n°1 : Activités des PSI du panel et entités chargées de la publication

	Activité de gré à gré		Exploitation d'un OTF et entité chargée de la publication des transactions	
	En tant qu'internalisateur systématique	En « pur OTC » / « pur gré à gré »	Exploitation d'un OTF	Entité réalisant la publication
PSI A	Oui	Non	Non	APA
PSI B	Oui	Non	Non	APA
PSI C	Oui	Non	Non	APA
PSI D	Non	Oui	Oui	OTF
PSI E	Non	Oui	Oui	APA ¹²

¹¹ Règlement délégué (UE) 2017/565 de la Commission du 25 avril 2016 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement et la définition de certains termes aux fins de ladite directive.

¹² La prestation est externalisée à l'APA.

Les critères qui ont présidé au choix des cinq établissements sélectionnés sont les suivants :

- un volume négocié sur les marchés obligataires significatif par rapport à l'ensemble des PSI français (60 % des volumes négociés pour les cinq PSI cumulés) ; et
- une activité exercée en tant qu'internalisateur systématique pour trois PSI ou en tant qu'OTF, concernant deux PSI.

2.2. THÈMES ET MÉTHODOLOGIE APPLIQUÉE

Les thèmes abordés dans le cadre de ces contrôles ont été les suivants :

- le dispositif de gouvernance de la publication des transactions, notamment *i) les lieux de négociation, ii) les effectifs et les services impliqués dans le dispositif, iii) les outils et les modalités de publication, iv) le corps procédural, v) la comitologie, et vi) le recours aux différés de publication* ;
- l'accessibilité, l'exhaustivité et la qualité des données, notamment la vérification *i) de l'existence d'une publication pour les transactions assujetties, ii) des délais de publication des transactions non éligibles aux différés, iii) des délais de publication des transactions éligibles aux différés et iv) de la qualité des données publiées* ; et
- la vérification du dispositif de contrôle applicable à la thématique contrôlée.

Pour chaque établissement contrôlé, la mission a notamment analysé les procédures en vigueur relatives aux thèmes indiqués *supra*. De plus, afin d'approfondir ses investigations et d'apprécier la mise en œuvre opérationnelle des obligations et dispositifs pré-mentionnés, la mission de contrôle a procédé à la constitution de deux échantillons de transactions pour chaque établissement.

Le premier échantillon est composé de 36 à 51 transactions et a été élaboré par les équipes de l'AMF, en se fondant sur les déclarations de transactions (« RDT ») des établissements (« échantillon n° 1 »). Le second échantillon est composé de 50 transactions et a été sélectionné par la mission de contrôle à partir d'une extraction des transactions exécutées par les établissements sur le mois de novembre 2020 (« échantillon n° 2 »). La mission de contrôle a fourni au préalable une trame vierge à compléter par les établissements afin de collecter plusieurs informations permettant la sélection des transactions pour cet échantillon n° 2.

Pour sélectionner ces 50 transactions, la mission de contrôle s'est attachée à respecter plusieurs critères de représentativité de l'échantillon, en calculant, pour quatre catégories définies, la part des transactions de l'extraction concernées. Ces catégories sont les suivantes : *i) le type de lieu d'exécution (transaction effectuée en qualité d'internalisateur systématique, en pur gré à gré ou bien sur une plateforme de négociation), ii) l'utilisation d'un différé de publication, iii) la nature de l'obligation¹³ et iv) le sens de la transaction (achat/vente)*. La mission de contrôle a sélectionné 45 transactions ayant été indiquées comme publiées et cinq transactions n'ayant pas été publiées.

Des tests ont ainsi été réalisés et avaient pour principaux objectifs de :

- vérifier l'existence d'une publication des transactions assujetties à une telle obligation. Cette information a été communiquée sur une base déclarative puis vérifiée à travers l'obtention d'un élément probant attestant d'une telle publication ;

¹³ A titre d'exemple, les obligations « souveraines » ou « corporate ».

- s'assurer que les informations renseignées par les PSI comme ayant été publiées correspondaient aux informations effectivement publiées, les PSI ayant fourni le cas échéant des éléments attestant de la publication des transactions concernées ;
- vérifier le bien-fondé de la non-éligibilité à la publication de certaines transactions, à travers la constitution d'un échantillon de cinq transactions non éligibles à la publication pour chaque établissement, en s'attachant notamment à l'étude des éléments de preuve transmis au soutien des déclarations de l'établissement ;
- s'assurer de la publication dans le délai réglementaire de 15 minutes des transactions assujetties à la publication sans être éligibles à la publication différée¹⁴ ;
- s'assurer de la publication différée des transactions dans les délais réglementaires requis, *via* la constitution d'un échantillon de cinq transactions éligibles à la publication différée ; et
- vérifier la qualité des informations post-négociation requises au titre notamment du RTS 2.

2.3. RÉGLEMENTATION APPLICABLE

Dans l'exercice de ses prérogatives, la mission de contrôle s'est appuyée sur la réglementation et les travaux de l'Esma suivants :

Dispositif de gouvernance de la publication des transactions

- ✓ **Article 1 du règlement MiFIR** concernant notamment l'exemption de publication des transactions lorsque la contrepartie est membre du Système européen de banques centrales (SEBC) ;
- ✓ **Articles 10, 12 et 21 du règlement MiFIR** concernant les obligations de transparence post-négociation imposées aux plateformes de négociation et aux entreprises d'investissement, y compris les internalisateurs systématiques, pour les obligations ;
- ✓ **Article 11 du règlement MiFIR** relatif à l'autorisation de publication différée du détail des transactions pouvant être accordée par les autorités compétentes aux opérateurs de marché et aux entreprises d'investissement exploitant une plate-forme de négociation ;
- ✓ **Article 7 du RTS 2** concernant les obligations en matière de transparence post-négociation concernant les plateformes de négociation et les entreprises d'investissement opérant en dehors d'une plate-forme de négociation ;
- ✓ **Articles 8 et 11 du RTS 2** détaillant les modalités de publication différée des informations post-négociation par les entreprises d'investissement opérant en dehors d'une plate-forme de négociation et les entreprises d'investissement exploitant une plate-forme de négociation ;
- ✓ **Articles 9 et 10 du RTS 2** concernant les transactions pouvant être considérées comme étant « *de taille élevée* » ou « *de taille supérieure à la taille spécifique à l'instrument financier* » ;
- ✓ **Article 12 du RTS 2** relatif à l'application de la transparence post-négociation à certaines transactions exécutées en dehors d'une plateforme de négociation ;
- ✓ **Article 13 du RTS 2** concernant la méthode devant être appliquée pour effectuer les calculs de transparence ;
- ✓ **Articles 14 et 15 du RTS 2** relatifs aux transactions auxquelles s'applique l'exemption visée à l'article 1^{er} (6) du règlement MiFIR ;
- ✓ **Article 16 du RTS 2** relatif à la suspension temporaire des obligations en matière de transparence ;
- ✓ **Annexe II du RTS 2** concernant les renseignements sur les transactions à rendre publics ;
- ✓ **Annexe III du RTS 2** concernant les seuils de liquidité, de taille élevée et de taille spécifique à l'instrument pour les obligations ;
- ✓ **Article 10 du règlement délégué (UE) 2017/571 du 2 juin 2016** (ci-après « **RTS 13** ») relatif notamment à la gestion par les APA des informations incomplètes ou susceptibles d'être erronées ;

¹⁴ Voir l'article 7 (4) du RTS 2. Le délai réglementaire de 15 minutes était applicable pendant les trois premières années d'application du règlement MiFIR. A compter de 2021, le délai de publication des transactions est de 5 minutes.

- ✓ **Article 14 du RTS 13** relatif notamment à l'obligation pour les APA de publier les informations post-négociation sous une forme lisible par machine ;
- ✓ **Articles 18 et 19 du RTS 13** relatifs aux informations devant être publiées par l'APA ;
- ✓ **Article 2 du règlement d'exécution n° 2016/824 du 25 mai 2016** concernant les informations devant être fournies par les OTF à leur autorité compétente, notamment les dispositions appliquées pour respecter les obligations en matière de transparence post-négociation ;
- ✓ **Article L. 533-32 du CMF** concernant la définition d'un internalisateur systématique ;
- ✓ **Article L. 549-11 du CMF¹⁵** relatif notamment à l'obligation pour les APA de disposer de politiques et de mécanismes permettant de rendre publiques les informations post-négociation dans des délais aussi proches du temps réel que le permettent les moyens techniques ;
- ✓ **Article L. 549-13 du CMF¹⁶** relatif notamment à l'obligation pour les APA de disposer de mécanismes de sécurité fiables garantissant la sécurité des moyens de transfert d'information, la réduction du risque d'altération des données et d'accès non autorisé et empêchant les fuites d'information avant la publication ;
- ✓ **Article L. 549-14 du CMF¹⁷** concernant l'obligation pour les APA de mettre en place des systèmes capables de vérifier efficacement l'exhaustivité des déclarations de transactions, d'identifier les omissions et les erreurs manifestes et de demander une **nouvelle** transmission des déclarations le cas échéant ;
- ✓ **Article D. 549-4 du CMF¹⁸** relatif aux informations minimales à publier par un APA ;
- ✓ **Article 315-7 du RG AMF** relatif à l'autorisation accordée par l'AMF aux PSI de différer la publication des transactions portant sur les instruments financiers mentionnés au (1) de l'article 21 du règlement MiFIR dans les cas prévus au (4) du même article ;
- ✓ **Article 315-26 du RG AMF** relatif à l'autorisation accordée par l'AMF aux internalisateurs systématiques de différer la publication des transactions portant sur les instruments financiers mentionnés à l'article 21 (1) du règlement MiFIR dans les cas prévus au (4) du même article ;
- ✓ **Articles 532-3 et 532-4 du RG AMF** concernant les dérogations aux principes de transparence pouvant être accordées aux OTF par l'AMF ; et
- ✓ **« Questions and Answers » de l'Esma « On MiFID II and MiFIR transparency topics »**, ESMA70-872942901-35, mis à jour le 30 septembre 2021, en particulier les parties « 1 Introduction », « 2 General Q&As on transparency topics », « 4 Non-equity transparency », « 7 The systematic internaliser regime » et « 8 Data reporting services providers ».

Accessibilité, exhaustivité et qualité des données

- ✓ **Article 1 du règlement MiFIR** concernant notamment l'exemption de publication des transactions lorsque la contrepartie est membre du Système européen de banques centrales (SEBC) ;
- ✓ **Articles 10, 12 et 21 du règlement MiFIR** concernant les obligations de transparence post-négociation imposées aux plateformes de négociation et aux entreprises d'investissement, y compris les internalisateurs systématiques, pour les obligations ;
- ✓ **Article 7 du RTS 2** concernant les obligations en matière de transparence post-négociation concernant les plateformes de négociation et les entreprises d'investissement opérant en dehors d'une plate-forme de négociation ;
- ✓ **Articles 8 et 11 du RTS 2** détaillant les modalités de publication différée des informations post-négociation par les entreprises d'investissement opérant en dehors d'une plate-forme de négociation et les entreprises d'investissement exploitant une plate-forme de négociation ;

¹⁵ Article abrogé à compter du 1^{er} janvier 2022 par la Loi n° 2021-1308 du 8 octobre 2021 portant diverses dispositions d'adaptation au droit de l'Union européenne dans le domaine des transports, de l'environnement, de l'économie et des finances (la « **Loi DADUE** ») et remplacé par un nouvel article 27 octies du règlement MiFIR introduit par le règlement (UE) 2019/2175 du Parlement européen et du Conseil du 18 décembre 2019 (le « **Règlement 2019/2175** »).

¹⁶ Article abrogé à compter du 1^{er} janvier 2022 par la Loi DADUE et remplacé par un nouvel article 27 octies, paragraphe 4 du règlement MiFIR introduit par le Règlement 2019/2175.

¹⁷ Article abrogé à compter du 1^{er} janvier 2022 par la Loi DADUE et remplacé par un nouvel article 27 octies, paragraphe 5 du règlement MiFIR introduit par le Règlement 2019/2175.

¹⁸ Article abrogé à compter du 1^{er} janvier 2022 par la Loi DADUE et remplacé par un nouvel article 27 octies, paragraphe 2 du règlement MiFIR introduit par le Règlement 2019/2175.

- ✓ **Articles 9 et 10 du RTS 2** concernant les transactions pouvant être considérées comme étant « *de taille élevée* » ou « *de taille supérieure à la taille spécifique à l'instrument financier* » ;
- ✓ **Article 12 du RTS 2** relatif à l'application de la transparence post-négociation à certaines transactions exécutées en dehors d'une plateforme de négociation ;
- ✓ **Article 13 du RTS 2** concernant la méthode devant être appliquée pour effectuer les calculs de transparence ;
- ✓ **Articles 14 et 15 du RTS 2** relatifs aux transactions auxquelles s'applique l'exemption visée à l'article 1^{er} (6) du règlement MiFIR ;
- ✓ **Article 16 du RTS 2** relatif à la suspension temporaire des obligations en matière de transparence ;
- ✓ **Annexe II du RTS 2** concernant les renseignements sur les transactions à rendre publics ;
- ✓ **Annexe III du RTS 2** concernant les seuils de liquidité, de taille élevée et de taille spécifique à l'instrument pour les obligations ;
- ✓ **Article 10 du RTS 13** relatif notamment à la gestion par les APA des informations incomplètes ou susceptibles d'être erronées ;
- ✓ **Article 14 du RTS 13** relatif notamment à l'obligation pour les APA de publier les informations post-négociation sous une forme lisible par machine ;
- ✓ **Articles 18 et 19 du RTS 13** relatifs aux informations devant être publiées par l'APA ;
- ✓ **Article L. 549-11 du CMF¹⁹** relatif notamment à l'obligation pour les APA de disposer de politiques et de mécanismes permettant de rendre publiques les informations post-négociation dans des délais aussi proches du temps réel que le permettent les moyens techniques ;
- ✓ **Article L. 549-13 du CMF²⁰** relatif notamment à l'obligation pour les APA de disposer de mécanismes de sécurité fiables garantissant la sécurité des moyens de transfert d'information, la réduction du risque d'altération des données et d'accès non autorisé et empêchant les fuites d'information avant la publication ;
- ✓ **Article L. 549-14 du CMF²¹** concernant l'obligation pour les APA de mettre en place des systèmes capables de vérifier efficacement l'exhaustivité des déclarations de transactions, d'identifier les omissions et les erreurs manifestes et de demander une nouvelle transmission des déclarations le cas échéant ;
- ✓ **Article D. 549-4 du CMF²²** relatif aux informations minimales à publier par un APA ;
- ✓ **Article 315-7 du règlement général de l'AMF** (ci-après « **RG AMF** ») relatif à l'autorisation accordée par l'AMF aux PSI de différer la publication des transactions portant sur les instruments financiers mentionnés au (1) de l'article 21 du règlement MiFIR dans les cas prévus au (4) du même article ;
- ✓ **Article 315-26 du RG AMF** relatif à l'autorisation accordée par l'AMF aux internalisateurs systématiques de différer la publication des transactions portant sur les instruments financiers mentionnés à l'article 21 (1) du règlement MiFIR dans les cas prévus au (4) du même article ;
- ✓ **Articles 532-3 et 532-4 du RG AMF** concernant les dérogations aux principes de transparence pouvant être accordées aux OTF par l'AMF ; et
- ✓ « **Questions and Answers** » de l'Esma « **On MiFID II and MiFIR transparency topics** », ESMA70-872942901-35, mis à jour le 30 septembre 2021, en particulier les parties « **1 Introduction** », « **2 General Q&As on transparency topics** », « **4 Non-equity transparency** », « **7 The systematic internaliser regime** » et « **8 Data reporting services providers** ».

Vérification du dispositif de contrôle de conformité

- ✓ **Article 22 du règlement délégué (UE) 2017/565 du 25 avril 2016** concernant notamment l'exigence d'une fonction de vérification de la conformité efficace et indépendante et l'obligation de contrôler l'adéquation et

¹⁹ Article abrogé à compter du 1^{er} janvier 2022 par la Loi DADUE et remplacé par un nouvel article 27 octies du règlement MiFIR introduit par le Règlement 2019/2175.

²⁰ Article abrogé à compter du 1^{er} janvier 2022 par la Loi DADUE et remplacé par un nouvel article 27 octies, paragraphe 4 du règlement MiFIR introduit par le Règlement 2019/2175.

²¹ Article abrogé à compter du 1^{er} janvier 2022 par la Loi DADUE et remplacé par un nouvel article 27 octies, paragraphe 5 du règlement MiFIR introduit par le Règlement 2019/2175.

²² Article abrogé à compter du 1^{er} janvier 2022 par la Loi DADUE et remplacé par un nouvel article 27 octies, paragraphe 2 du règlement MiFIR introduit par le Règlement 2019/2175.

l'efficacité des mesures mises en place ainsi que des actions entreprises pour remédier à d'éventuels manquements ;

- ✓ **Article L. 533-10 II 1° du CMF** concernant l'obligation pour les PSI de mettre en place des règles et procédures permettant de garantir le respect des dispositions qui leur sont applicables ; et
- ✓ **Article 312-1 du RG AMF** relatif notamment à l'exigence pour les PSI de mettre en œuvre le dispositif de conformité prévue à l'article 22 du règlement délégué 2017/565 du 25 avril 2016.

3. CONSTATS ET ANALYSES

À titre liminaire, il convient de souligner que, si les PSI du panel disposent d'un corps procédural et d'une comitologie en lien avec la transparence post-négociation, certains choix réalisés par ces PSI sont de nature à complexifier la publication correcte et exhaustive des transactions assujetties. Ainsi, à titre illustratif, ne pas opérer de contrôle ex-post de l'existence d'une publication effective sur leur plateforme ou sur le site internet de l'APA constitue une mauvaise pratique. De même, ne pas disposer de documents permettant de formaliser de manière claire et détaillée le partage des tâches entre le PSI et l'APA fragilise le dispositif global de gouvernance de la publication des transactions des PSI du panel.

Les constats qui sont développés dans cette synthèse appellent à un renforcement et à une amélioration de la portée opérationnelle des dispositifs en place sur les thèmes suivants : *i) la soumission exhaustive des transactions à l'APA ou leur publication de manière satisfaisante et exhaustive concernant les PSI exploitant un OTF, ii) la soumission et la publication des transactions assujetties à la publication dans les délais impartis, que celles-ci soient ou non éligibles à un différé de publication, iii) la qualité des données soumises à l'APA en vue de leur publication ou publiées dans le cas des PSI exploitant un OTF et iv) la mise en place d'un dispositif de conformité encadrant de manière effective le dispositif de gouvernance de la publication des transactions.*

3.1. LE DISPOSITIF DE GOUVERNANCE DE LA PUBLICATION DES TRANSACTIONS

3.1.1. Présentation de l'activité obligataire et lieux de négociation

Concernant le périmètre des analyses de la mission de contrôle, ces dernières ont porté uniquement sur les titres obligataires. Les deux types d'obligations les plus négociées sont les instruments de dettes souveraines et d'entreprises. Les deux PSI exploitant un système organisé de négociation exercent une activité de négociation de titres obligataires à la fois sur leur plateforme de négociation et de gré à gré. Les trois autres PSI négocient des titres obligataires uniquement de gré à gré, en tant qu'internalisateur systématique.

Le nombre de transactions et le volume négocié sur des obligations, tels que déclarés par les établissements et tous lieux d'exécution confondus, étaient les suivants :

Tableau n° 2 - Part du nombre de transactions négociées sur obligations pour laquelle la transparence est due²³

	Part des transactions sur obligations pour laquelle la transparence est due			
	2018 (du 03/01 au 31/12)	2019	2020	2021 (du 01 au 31/01)
PSI A	39,0%	43,0%	39,0%	27,0%
PSI B	42,0%	39,0%	39,0%	52,0%
PSI C	/	15,3%	11,8%	36,2%
PSI D	78,6%	77,7%	74,9%	66,1%
PSI E	82,0%	85,0%	83,0%	99,0%

Tableau n° 3 - Part du volume de transactions négociées sur obligations pour laquelle la transparence est due²⁴

	Part du volume négocié sur obligations pour laquelle la transparence est due			
	2018 (du 03/01 au 31/12)	2019	2020	2021 (du 01 au 31/01)
PSI A	50,0%	55,0%	41,0%	32,0%
PSI B	72,0%	71,0%	68,0%	70,0%
PSI C	/	23,2%	17,5%	34,9%
PSI D	90,1%	82,9%	68,4%	51,5%
PSI E	92,0%	93,0%	89,0%	99,0%

3.1.2. Organisation et effectifs

Concernant les moyens humains, quatre PSI disposent d'effectifs en équivalent temps plein (ETP) spécifiquement affectés au thème de la transparence post-négociation. Les effectifs varient selon les PSI et sont fonction de la taille des établissements (entre un et huit ETP). Le dernier PSI ne dispose pas d'effectifs spécifiquement affectés au thème contrôlé : deux collaborateurs du *Middle-Office* et 34 collaborateurs du *Front-Office* sont chargés de la saisie et de la validation des tickets.

Concernant les cinq établissements du panel, l'ensemble ou, *a minima*, une partie du dispositif mis en place pour la transparence post-négociation est géré par des équipes internes localisées à l'étranger :

- deux PSI ont recours, pour la réalisation de certains contrôles de « niveau 1 », à des équipes localisées à l'étranger et rattachées à la même entité en France ; et
- les trois autres PSI ont délégué tout ou partie de la gestion de cette thématique à des entités étrangères appartenant à leurs groupes respectifs.

La mission de contrôle a constaté que cette organisation engendrait, pour plusieurs PSI, une continuité insuffisante des compétences techniques au sein des équipes localisées en France, notamment pour la fonction conformité. A

²³ Les volumétries présentées sont fondées sur les déclarations des établissements, sans que la mission de contrôle n'ait pu vérifier le périmètre sélectionné pour les modalités de calcul. Différentes approches ont ainsi pu être retenues par les établissements.

²⁴ Les volumétries présentées sont fondées sur les déclarations des établissements, sans que la mission de contrôle n'ait pu vérifier le périmètre sélectionné pour les modalités de calcul. Différentes approches ont ainsi pu être retenues par les établissements.

titre d'illustration, un PSI, dont le dispositif informatique utilisé pour la transparence post-négociation est déployé par une société de prestation de services informatiques basée à l'étranger, a obtenu un document de présentation des missions incombant à l'APA pour la première fois au cours de la mission. Par ailleurs, la mission de contrôle a relevé que pour quatre PSI, le dispositif mis en place, qu'il soit technique ou organisationnel à l'instar de la comitologie, était commun à différents régimes de transparence et de déclaration réglementaires. La mission de contrôle a relevé que, pour ces établissements, l'application de ces dispositifs à la transparence post-négociation était insuffisante et s'était généralement effectuée plus tardivement.

Mauvaise pratique :

- Ne pas assurer, lorsque le dispositif mis en place pour la transparence post-négociation implique partiellement des équipes localisées à l'étranger (y compris en dehors de l'Union Européenne), une continuité suffisante des compétences techniques au sein des équipes localisées en France, notamment pour la fonction conformité (quatre PSI).

3.1.3. Outils impliqués

Les cinq PSI du panel disposent d'une infrastructure technique déployée pour la publication des transactions, souvent *via* une mise en commun de ces outils utilisés dans le cadre d'autres régimes de déclaration réglementaire, ce qui constitue une bonne pratique. Ces outils permettent le cheminement des informations relatives aux transactions des outils de *Front-Office* jusqu'à l'envoi des rapports de négociation à l'APA ou à la publication des transactions par les PSI. Pour quatre établissements, ces outils sont gérés en interne par des équipes techniques localisées à l'étranger.

Une distinction est faite entre les outils qui collectent les informations nécessaires aux transactions à l'instar des outils de saisie des transactions utilisés par le *Front-Office*, les outils collectant certaines données provenant de prestataires externes (par exemple le caractère liquide des obligations) et les outils traitant ces informations afin de i) déterminer l'éligibilité des instruments financiers à la transparence post-négociation, à savoir l'admissibilité sur une plateforme de négociation de ces instruments financiers, ii) déterminer l'éligibilité des transactions à la publication, notamment au regard des exemptions prévues par la réglementation et iii) produire les rapports de négociation. Ces derniers sont par la suite soit publiés directement par le PSI sur sa plateforme de négociation concernant l'un des PSI du panel, soit envoyés à l'APA pour publication sur son site dédié. Plus précisément :

- deux PSI disposent d'un outil spécifique permettant de traiter les erreurs et/ou les incohérences détectées dans les rapports de négociation, qu'elles aient été décelées en interne avant l'envoi des rapports de négociation à l'APA ou par l'APA lui-même après l'envoi des rapports. Dans ce dernier cas, l'APA doit envoyer au PSI un message le notifiant de l'erreur ou de l'incohérence détectée afin que ce dernier puisse corriger et renvoyer le rapport de négociation amendé à l'APA. L'APA peut également transmettre un message de rejet au PSI, l'informant ainsi que la transaction ne sera pas publiée (par exemple pour non-éligibilité de la transaction à la publication) ;
- deux autres PSI visualisent ces erreurs et/ou incohérences dans l'un des outils de l'infrastructure technique utilisée pour la publication des transactions, sans que ce dernier ne soit uniquement dédié à cette fonction ; et
- le dernier PSI ne peut visualiser ces messages qu'à partir de l'interface « GUI »²⁵ que l'APA met à sa disposition.

²⁵ *Graphical User Interface.*

Ces outils permettent également pour quatre PSI la réalisation de contrôles automatisés et matérialisés par des indicateurs de performance destinés à piloter des données chiffrées et à suivre les éventuels incidents, ce qui constitue une bonne pratique. Ces contrôles portent notamment sur la part des transactions pour laquelle des erreurs ont été détectées et sur la part des transactions pour laquelle le délai de transmission des rapports de négociation à l'APA a été respecté. Le dernier PSI a indiqué à la mission de contrôle ne disposer d'aucun indicateur de performance. A noter cependant que, concernant un PSI, la réalisation de contrôles systématiques et automatisés de « niveau 1 » n'intervient que dans le cas où les transactions sont exécutées de gré à gré et publiées *via* un APA. Les transactions publiées sur son OTF ne font ainsi pas l'objet de telles vérifications.

Bonnes pratiques :

- Recourir à certains outils utilisés dans le cadre d'autres régimes de déclaration réglementaire, permettant une optimisation des moyens humains et techniques (deux PSI).
- Réaliser des contrôles automatisés et mettre en place des indicateurs de performance destinés à piloter des données chiffrées et à suivre les éventuels incidents (quatre PSI).

3.1.4. Comitologie et procédures

Les cinq établissements du panel disposent de procédures dédiées au thème de la transparence post-négociation, dont la robustesse varie selon les PSI. En particulier, un PSI dispose d'un corps procédural peu étoffé au regard de la thématique susvisée. La mission de contrôle a constaté que ces procédures rappellent les principales exigences réglementaires liées à la publication des transactions et en précisent les aspects opérationnels et techniques. Quatre PSI ne mentionnent pas dans leur corps procédural les différends auxquels ils ont recours, ce qui constitue une mauvaise pratique.

Concernant la comitologie, la mission de contrôle a constaté, en tant que bonne pratique, que quatre PSI ont mis en place des comités incluant le traitement des sujets de transparence post-négociation. Parmi ceux-ci, trois PSI disposent d'un comité commun pour différents régimes de déclarations réglementaires issus de la directive MIF 2. Ces comités se tiennent à des fréquences bimensuelle, mensuelle ou trimestrielle et ont notamment pour objectifs de suivre :

- la production d'indicateurs de performance et le résultat des contrôles de « niveau 1 » ;
- les éventuels incidents survenus ;
- les actions correctives en cours ; et
- les principales évolutions en lien avec la transparence post-négociation.

L'un des PSI dispose d'un comité spécifique à la transparence post-négociation pour les titres obligataires. Ce comité est en charge du recensement et de la transmission des erreurs constatées aux équipes techniques en vue de leur résolution selon une périodicité variable.

Enfin, l'ensemble des PSI a mis en place un dispositif d'escalade et de remontée des incidents, notamment lors des comités précités. La mission de contrôle a cependant constaté que pour l'un des PSI du panel, aucun suivi des incidents n'avait été réalisé entre janvier 2018 et septembre 2019. La mission de contrôle a également constaté que pour quatre PSI, un processus d'escalade des incidents avait également été convenu et contractualisé dans les conventions conclues avec l'APA.

Bonne pratique :

- Mettre en place une comitologie dédiée au thème de la transparence post-négociation, permettant notamment de suivre les éventuels incidents (quatre PSI).

Mauvaise pratique :

- Ne pas mentionner dans le corps procédural les différés utilisés par le PSI (quatre PSI).

3.1.5. Modalités de publication

L'article 21 du règlement MIFIR introduit une obligation de publication des transactions exécutées notamment sur les obligations pour les entreprises d'investissement, y compris les internalisateurs systématiques, qui concluent ces transactions pour compte propre ou pour le compte de clients. Il est également précisé que « *chaque transaction est rendue publique une seule fois, par un unique dispositif de publication agréé* ». Les cinq PSI négocient des transactions de gré à gré, dont trois en tant qu'internalisateur systématique, et sont donc soumis à cette obligation. La mission de contrôle a relevé que, sur le périmètre obligatoire, ces trois établissements ont recours au même APA pour la publication des transactions.

L'article 10 du règlement MIFIR impose quant à lui une obligation de publication des transactions aux opérateurs de marchés et aux entreprises d'investissement exploitant une plateforme de négociation. Deux PSI du panel exploitent un OTF et ont ainsi l'obligation de publier les transactions exécutées sur leurs plateformes. Ces deux PSI n'adoptent cependant pas le même schéma de publication :

- le premier PSI publie sur sa plateforme de négociation les transactions négociées sur cette dernière et *via* un APA les transactions exécutées de gré à gré ; et
- le second PSI publie *via* un APA l'ensemble des transactions qu'il négocie, indépendamment du lieu d'exécution desdites transactions (à savoir sur sa plateforme de négociation ou de gré à gré).

La mission de contrôle a par ailleurs relevé que quatre PSI ne mettaient pas à disposition du public le lien permettant d'accéder aux publications réalisées par l'APA sur leur site internet, ce qui constitue une mauvaise pratique.

Aucun article ne prévoit ni n'interdit la possibilité pour un PSI exploitant un système organisé de négociation de recourir à un APA pour la publication des transactions exécutées. Toutefois, le recours à un APA, par un PSI exploitant une plateforme de négociation pour la publication des transactions, ne limite pas sa responsabilité au regard de ses obligations dues au titre de la transparence post-négociation. En pareil cas, le recours à un APA par un PSI exploitant un système organisé de négociation relève d'une prestation externalisée.

Mauvaise pratique :

- Ne pas mettre à disposition du public, sur le site internet du PSI, le lien permettant d'accéder aux publications réalisées pour son compte par l'APA (quatre PSI).

3.1.6. Recours aux différés de publication

L'article 11 (1) du règlement MiFIR prévoit que « *les autorités compétentes peuvent autoriser les opérateurs de marché et les entreprises d'investissement exploitant une plate-forme de négociation à prévoir la publication différée du détail des transactions en fonction de la taille ou du type de transaction* » et énumère à ce titre les transactions concernées. L'article 21 (4) du règlement susvisé prévoit quant à lui une telle autorisation pour les

internalisateurs systématiques et les entreprises d'investissement négociant des instruments de gré à gré en effectuant un renvoi à l'article 11 précité. Le recours à un différé de publication est optionnel.

Cette autorisation se trouve détaillée pour ces différents lieux de négociation à l'article 8 du RTS 2. Il existe quatre critères non cumulatifs pouvant conduire à la délivrance d'une telle autorisation²⁶ :

- « *la transaction est de taille élevée par rapport à la taille normale de marché [...]* » (code signalétique « LRGS ») ;
- « *la transaction concerne un instrument financier ou une catégorie d'instruments financiers pour lesquels il n'existe pas de marché liquide [...]* » (« ILQD ») ;
- « *la transaction est exécutée entre une entreprise d'investissement opérant pour compte propre autrement que par négociation par appariement avec interposition du compte propre [...] et une autre contrepartie, et sa taille est supérieure à la taille spécifique à l'instrument [...]* » (« SIZE ») ; et
- « *la transaction est une transaction groupée répondant à l'un des critères suivants [...]* [la transaction ou une ou plusieurs de ces composantes répondant aux critères susvisés] » (« TPAC »).

Le principe régissant le recours à ces différends, tel qu'énoncé à l'article 8 (2) du RTS 2, repose sur la publication de l'intégralité des informations sur la transaction à l'expiration du délai de report. Le détail des informations à publier est présent dans les tableaux 1 et 2 de l'annexe II du RTS 2, selon les codes signalétiques détaillés dans le tableau 3 de l'annexe II.

Concernant le délai de report, l'article 8 (1) du RTS 2 pose le principe d'une publication de la transaction « *au plus tard à 19 h 00, heure locale, le deuxième jour ouvrable suivant la date de la transaction* ». Ce principe est celui qui prévaut pour les différends fondés sur les trois premiers points listés *supra* (taille élevée par rapport à la taille normale de marché, absence de marché liquide, taille supérieure à la taille spécifique de l'instrument). Il sera dans la suite de cette synthèse fait référence concernant ces différends aux « différends standards ». Néanmoins, les autorités compétentes peuvent, dans le cadre d'une autorisation de publication différée, autoriser diverses mesures, telles que développées aux articles 11 (3) du règlement MiFIR et 11 (1) du RTS 2 :

- « *demander qu'il soit procédé à la publication d'informations limitées concernant une transaction ou [...] publication, sous une forme agrégée, d'informations concernant plusieurs transactions, ou une combinaison de ces deux formes de publication, pendant la durée du report de la publication* » (« LMTF » et « DATF ») ;
- « *autoriser qu'il ne soit pas procédé à la publication du volume d'une transaction donnée pendant une période de report de publication d'une durée étendue* » (« VOLO ») ;
- concernant les obligations qui ne sont pas des dettes souveraines, « *autoriser la publication de plusieurs transactions, sous une forme agrégée, pendant une période de report d'une longue durée* » (« FWAF ») ; et
- concernant les titres de dette souveraine, « *autoriser la publication de plusieurs transactions, sous une forme agrégée, pour une durée indéterminée* » (« IDAF »).

²⁶ A noter que les différents critères sont précisés dans les articles subséquents.

L'article 11 (1) du RTS 2 précise les délais de publication entourant les différentes mesures susvisées. Les différés répondant aux mesures listées *supra* seront qualifiés de « différés supplémentaires » dans la suite de cette synthèse.

Il convient de rappeler que l'AMF a traduit l'autorisation accordée aux PSI de prévoir la publication différée du détail des transactions, aux articles suivants :

- concernant les OTF, à l'article 532-4 du RG AMF. Il est notamment précisé que « *les règles du système prévoient les conditions dans lesquelles le gestionnaire du système est dispensé de l'obligation de rendre publiques les informations susmentionnées* ». Ainsi, les trois différés possibles doivent figurer dans les règles de l'OTF, qui fait l'objet d'une approbation formelle de la part de l'AMF en vertu de l'article L. 425-2 du CMF ;
- concernant les internalisateurs systématiques, à l'article 315-26 du RG AMF ; et
- concernant les transactions exécutées de gré à gré, à l'article 315-7 du RG AMF.

Concernant la période sous revue, les articles sur le fondement desquels l'AMF autorise les PSI à différer la publication des transactions ne comportent aucune restriction sur la nature des différés visés ni sur leurs régimes. En conséquence, les modalités de publication sont laissées à la discrétion des PSI.

Tandis que les différés standards prévus aux articles 11 (1) du règlement MiFIR et 8 du RTS 2 impliquent systématiquement une publication de la transaction intervenant à J+2 avant 19h00, les différés supplémentaires prévus aux articles 11 (3) du règlement MiFIR et 11 du RTS 2 impliquent une publication intervenant au terme de délais variables selon le type de différé supplémentaire. Quelques exemples ci-dessous²⁷ :

Tableau n° 4 - Exemples de différés supplémentaires prévus par la réglementation :

Type de différé - code signalétique associé		
Différés standards - ILQD- LIS - SSTI	Articles 11 (1) du règlement MiFIR et 8 (1) du RTS 2	J+2 avant 19h00
Différé complémentaire « Volume omission » - VOLO	Articles 11 (3) b) du règlement MiFIR et 11 (1) b) du RTS 2	Publication partielle à J+2 avant 19h00 et publication complète quatre semaines après la transaction
Différé complémentaire - IDAF	Articles 11 (3) d) du règlement MiFIR et 11 (1) d) du RTS 2	Publication partielle le mardi suivant avant 9h00 de l'agrégation de plusieurs transactions exécutées sur une même semaine calendaire

La mission de contrôle a constaté que les cinq PSI du panel avaient recours aux différés de publication. Il est toutefois relevé qu'ils n'appliquent pas les mêmes différés.

Concernant le calcul des différés, la mission de contrôle a constaté que, pour les transactions exécutées de gré à gré, l'APA est chargé du calcul des différés applicables aux transactions pour les cinq PSI du panel. Il est toutefois relevé que pour l'un des PSI du panel, la partie en charge de réaliser le calcul des différés applicables pour une transaction donnée est fonction du lieu d'exécution de cette transaction :

²⁷ Se référer au tableau « *Scheme of non-equity post-trade publication* » figurant en pages 17 et 18 du Q&A de l'Esma « *On MiFID II and MiFIR transparency topics* » pour davantage d'exemples et de plus amples détails.

- concernant les transactions exécutées sur sa plateforme de négociation et publiées par le PSI, les éventuels différés standards et supplémentaires sont calculés par le PSI ; et
- concernant les transactions négociées de gré à gré et publiées par un APA, les différés standards et supplémentaires sont déterminés par l'APA.

La mission de contrôle a constaté qu'aucun PSI ne réalisait de contrôle ex-post de la prestation fournie par l'APA concernant le calcul et l'application des différés. **Cette absence de contrôle quant au respect des délais de publication par l'APA, en particulier concernant les différés, ne serait pas conforme aux préconisations de l'Esma dans son Q&A²⁸.**

3.1.7. Répartition des missions entre les PSI et l'APA

A titre liminaire, la mission de contrôle a constaté des disparités dans l'analyse des conventions conclues entre les établissements et les APA, notamment concernant la volumétrie des documents disponibles. Cette disparité apparaît également entre les trois établissements ayant recours au même APA sur le périmètre obligataire.

Les documents contractuels listent les obligations des parties prenantes, complétées par des annexes précisant les modalités de transmission des rapports de négociation à l'APA (portant principalement sur le contenu et le format des informations). Pour deux PSI, ces documents présentent également de manière exhaustive les options proposées par l'APA et retenues par ces établissements. Il ressort toutefois de l'analyse que pour quatre PSI, ces documents ne précisent pas explicitement les obligations réglementaires incombant aux différentes parties prenantes dans le cadre de la publication des transactions, ce qui constitue une mauvaise pratique. Enfin, quatre PSI disposaient d'une documentation à caractère pédagogique détaillant les règles de gestion appliquées par l'APA et présentant les interfaces mises à leur disposition, ce qui constitue une bonne pratique.

Pour trois PSI, les documents disponibles prévoient des dispositions régissant notamment :

- la gestion des informations incomplètes et/ou erronées ;
- le format et l'horodatage des informations à publier ; et
- le format et le délai de publication des rapports de négociation.

Inclure, dans les conventions conclues avec l'APA, des dispositions visant la gestion des informations incomplètes et/ou erronées ainsi que le format et l'horodatage des informations à publier constitue pour ces trois PSI une bonne pratique.

Toutefois, pour un autre PSI qui a recours à un APA pour la publication des transactions exécutées à la fois sur son OTF et de gré à gré, les conventions conclues avec l'APA :

- prévoient des dispositions encadrant le format et le délai de publication des rapports de négociation ;
- ne visent pas la gestion des informations incomplètes et/ou erronées ainsi que le format et l'horodatage des informations à publier ; et
- régissent les activités OTC et OTF de manière indifférenciée, en dépit des différences tenant à la responsabilité du PSI dans la publication des transactions.

²⁸ Esma, Q&A "On MiFID II and MiFIR transparency topics", "8 Data reporting services providers" qui indique que « *According to Articles 7 and 20 (equity instruments) and 11 and 21 (non-equity instruments) of MiFIR, NCAs may authorise market operators and investment firms to provide for a deferred publication of certain transactions. Since the authorisation for granting the deferred publication is addressed to market operators and investment firms, it is the investment firm's responsibility to ensure that the APA is informed thereof and publishes the information no later than after the lapse of the deferral.* [...] ».

Enfin, un dernier PSI ne dispose pas, dans les conventions conclues avec l'APA, d'éléments visant la gestion des informations incomplètes et/ou erronées ainsi que le format et l'horodatage des informations à publier.

Concernant la répartition des tâches entre les PSI et les APA, celle-ci s'effectue à plusieurs niveaux :

- au préalable, pour la détermination de l'éligibilité de l'instrument financier et des transactions à la publication ;
- pour l'éligibilité et le calcul des différés applicables (détermination des régimes de différés) ;
- pour la vérification des codes signalétiques et des informations présentes dans les rapports de négociation ; et
- pour la publication et l'application des différés s'ils sont pertinents.

En pratique, la répartition des tâches entre les APA et les PSI du panel du SPOT peut se résumer comme suit :

Tableau n° 5 - Répartition des tâches entre les APA et les PSI

	Détermination de l'éligibilité de l'instrument financier à la publication	Détermination de l'éligibilité de la transaction à la publication	Détermination des régimes de différés applicables aux transactions	Détermination de la partie responsable de la publication
PSI A	PSI et APA	PSI	APA	APA
PSI B	PSI	PSI	APA	n/a
PSI C	PSI	PSI	APA	PSI
PSI D	PSI	PSI	OTF : PSI pour différés standards / APA pour différés supplémentaires OTC : APA	OTF : n/a OTC : PSI
PSI E	APA	APA	APA	APA

Concernant les modalités de transmission des informations entre les APA et les PSI, les cinq PSI du panel ont accès à l'interface API²⁹ permettant un accès aux données de l'APA sous un format « *machine readable* » tandis que seuls quatre PSI du panel disposent d'un accès supplémentaire à la plateforme administrative « GUI », permettant de visualiser les informations relatives aux transactions dans un format « *human readable* ».

Concernant les informations présentes dans les rapports de négociation, l'article 10 du règlement délégué (UE) 2017/571 précise ainsi que « *les APA [...] mettent en place et maintiennent les dispositifs nécessaires pour garantir qu'ils publient avec exactitude les rapports de négociation reçus de la part d'entreprises d'investissement [...]* ».

La gestion des informations erronées et/ou incomplètes est en premier lieu du ressort de l'APA. En effet, l'article 10 (4) et (6) du règlement délégué (UE) 2017/571 prévoit que les APA doivent, lorsqu'ils reçoivent un rapport de négociation, en accuser réception auprès de l'entreprise d'investissement déclarante et que « *lorsqu'un APA constate qu'un rapport de négociation qu'il a reçu est incomplet ou contient des informations susceptibles d'être erronées, il ne le publie pas et avertit rapidement l'entreprise d'investissement qui soumet ce rapport* ». Ainsi, il est prévu que le PSI reçoit des messages électroniques de la part des APA pour les informer i) de la réception des rapports de négociation, ii) d'une erreur ou d'une incomplétude contenues dans les rapports de négociation le cas

²⁹ Application Programming Interface.

échéant et iii) de la publication des transactions. Ces messages électroniques permettent de tracer l'envoi des rapports à l'APA ainsi que la bonne publication des transactions et constituent ainsi une piste d'audit pour les PSI.

L'un des PSI a indiqué à la mission de contrôle ne pas exercer de vérifications à partir de la plateforme GUI mais ne traiter que les messages électroniques reçus par l'APA. Plus globalement, les cinq établissements ont indiqué ne pas effectuer de vérification de l'existence d'une publication effective sur leur plateforme ou sur le site internet de l'APA, ce qui constitue une mauvaise pratique.

Bonnes pratiques :

- Disposer d'une documentation à caractère pédagogique détaillant les règles de gestion appliquées par l'APA et présentant les interfaces mises à leur disposition (quatre PSI).
- Inclure, dans les conventions conclues avec l'APA, des dispositions visant la gestion des informations incomplètes et/ou erronées ainsi que le format et l'horodatage des informations à publier (trois PSI).

Mauvaises pratiques :

- Ne pas préciser explicitement, dans les conventions conclues entre les APA et les PSI, les obligations réglementaires incombant aux différentes parties prenantes dans le cadre de la publication post-négociation des transactions (à titre d'exemples : l'envoi par le PSI à l'APA des rapports de négociation dans un délai permettant la publication de ces informations dans les délais réglementaires par l'APA ou la publication par l'APA des informations dans les délais réglementaires) (quatre PSI).
- Ne pas effectuer de vérification de l'existence d'une publication effective sur leur plateforme ou sur le site internet de l'APA (cinq PSI).

3.2. ACCESSIBILITÉ, EXHAUSTIVITÉ ET QUALITÉ DES DONNÉES

Les articles 10 et 21 du règlement MiFIR imposent une obligation de transparence post-négociation aux entreprises d'investissement exploitant une plateforme de négociation ou opérant en dehors des règles d'une telle plateforme. Cette obligation est reprise et précisée à l'article 7 du RTS 2, qui prévoit que « *les entreprises d'investissement opérant en dehors des règles d'une plate-forme de négociation et les opérateurs de marché et entreprises d'investissement exploitant une plate-forme de négociation rendent publiques, pour chaque transaction, les informations prévues dans les tableaux 1 et 2 de l'annexe II et utilisent chaque code signalétique applicable indiqué dans le tableau 3 de l'annexe II* ».

Pour rappel, la mission de contrôle a analysé un échantillon pour chaque établissement constitué de transactions provenant de deux sources différentes :

- 36 à 51 transactions sélectionnées par l'AMF sur l'année 2020, à partir du RDT ; et
- 50 transactions sélectionnées par la mission de contrôle sur le mois de novembre 2020, à partir des extractions transmises par les PSI³⁰.

³⁰ La mission de contrôle a fourni au préalable une trame Excel vierge à compléter par l'établissement afin de collecter plusieurs informations permettant la sélection des transactions pour cet échantillon.

3.2.1. Existence d'une publication des transactions assujetties

Pour chaque établissement, la mission de contrôle a vérifié l'existence d'une publication des transactions assujetties à une telle obligation. Cette information a été communiquée sur une base déclarative puis vérifiée à travers l'obtention d'un élément probant attestant d'une telle publication.

Tableau n° 6 - Présentation de l'échantillon de contrôle

	Exploitation d'un OTF	Nombre de transactions analysées
PSI A	-	88
PSI B	-	101
PSI C	-	92
PSI D	X	86
PSI E	X	89

La nature des éléments de preuve varie selon les établissements :

- deux PSI ont transmis un fichier Excel provenant de l'APA ;
- trois PSI ont communiqué une capture d'écran de l'interface de l'APA ;
- un PSI a adressé une capture d'écran issue de son outil interne ; et
- un PSI a transmis un fichier Excel extrait de sa propre plateforme.

A noter que certains établissements ont transmis plusieurs éléments de preuve pour une même transaction. La mission de contrôle a relevé qu'aucune publication n'avait fait l'objet d'une déperdition de sa piste d'audit.

3.2.1.1. Publication des transactions assujetties à la publication

A titre liminaire, le pourcentage de transactions publiées parmi les transactions assujetties à la publication est le suivant :

Tableau n° 7 - Publication des transactions assujetties à l'obligation de publication

	Nombre de transactions assujetties à la publication	Nombre de transactions non publiées	Pourcentage de transactions publiées
PSI A	79	8	89,9%
PSI B	65	5	92,3%
PSI C	70	0	100,0%
PSI D	70	0	100,0%
PSI E	81	39	51,9%

Pour ce qui est des trois PSI concernés par une absence de publication de plusieurs transactions assujetties, la mission de contrôle a analysé les explications avancées par les établissements. Pour rappel, quatre PSI du panel ont recours à un APA pour procéder à la publication tandis qu'un cinquième PSI a recours aussi bien à un APA concernant une transaction de gré à gré, qu'à sa propre plateforme de publication concernant des transactions exécutées sur son OTF. Il convient ainsi de distinguer plusieurs hypothèses :

- concernant un PSI, 29 transactions (exécutées sur l'OTF ou relevant d'une activité OTC) ont été soumises à l'APA sans aboutir à une publication tandis que 10 autres transactions n'ont pas été reçues par l'APA (sans aucune nouvelle soumission du PSI à l'APA malgré la présence d'un avertissement dans l'interface de ce dernier) ;
- concernant un PSI (activité OTC), l'absence de publication de cinq transactions s'explique par une exclusion par erreur du champ de la publication de la part de l'établissement ou par l'existence d'un rejet opéré par l'APA (les erreurs avaient été détectées et intégrées dans un plan d'action aboutissant à la re-soumission des transactions à l'APA) ; et
- concernant un PSI (activité OTC), l'absence de publication de huit transactions est due à un rejet de la transaction par l'APA du fait de la transmission d'informations erronées par le PSI. **Malgré l'information fournie par l'APA quant au rejet d'une transaction et son motif, le PSI a précisé ne pas resoumettre les transactions rejetées.**

La mission de contrôle a ainsi constaté qu'un PSI n'avait pas adressé certaines transactions à l'APA et a ainsi manqué à son obligation de publier les transactions exécutées sur son OTF, en méconnaissance des dispositions de l'article 10 (1) du règlement MiFIR et de l'article 7 (1) du RTS 2.

Par ailleurs, en ayant connaissance de l'absence de publication de certaines transactions exécutées de gré à gré rejetées par l'APA du fait de renseignements erronés et en ne resoumettant pas à l'APA des informations post-négociation corrigées, deux PSI ne permettraient pas la publication desdites transactions, en méconnaissance des dispositions susvisées.

Manquements réglementaires :

- Absence de publication des informations post-négociation relatives à certaines transactions exécutées sur un OTF, ne permettant pas de respecter les obligations en matière de transparence post-négociation, en méconnaissance des dispositions de l'article 10 (1) du règlement MiFIR et de l'article 7 (1) du RTS 2 (un PSI).
- Absence de transmission de certaines transactions exécutées de gré à gré à l'APA, ne permettant pas de respecter les obligations en matière de transparence post-négociation, en méconnaissance des dispositions de l'article 21 (1) du règlement MiFIR et de l'article 7 (1) du RTS 2 (un PSI).
- Absence de resoumission à l'APA des informations post-négociation corrigées en ayant connaissance de l'absence de publication pour certaines transactions rejetées par l'APA du fait de renseignements erronés, en méconnaissance de l'article 21 (1) du règlement MiFIR (deux PSI).

3.2.1.2. Transactions non éligibles à la publication

La mission de contrôle a analysé pour les PSI du panel un échantillon de cinq transactions désignées par ces établissements comme étant non éligibles à la publication. La mission de contrôle s'est notamment attachée à l'étude des éléments de preuve transmis au soutien des déclarations de l'établissement. Il en est ressorti que certaines transactions :

- devaient faire l'objet d'une publication par la contrepartie ;
- répondaient à des exemptions réglementaires, telles que prévues par le RTS 2 (à titre d'exemples : transaction avec une banque centrale, sur le marché primaire, intra-groupe, etc.) ; et

- portaient sur un instrument financier non admis à la négociation sur un marché réglementé ou négociées sur une plate-forme de négociation ("*Admitted to be traded on a trading venue*") (ci-après « **ToTV** »).

Concernant trois PSI, la mission de contrôle n'a pas constaté de transactions qui auraient dû faire l'objet d'une publication, selon les critères d'éligibilité.

Pour un autre PSI, il apparaît qu'une transaction identifiée comme « interne » avait en réalité pour contrepartie un établissement extérieur, confusion occasionnée par une erreur de LEI dans le référentiel client du PSI. **En se fondant sur un référentiel client comprenant au moins un LEI incorrect pour déterminer l'éligibilité à la publication de ses transactions, le PSI n'a pas transmis à l'APA au moins une transaction qui n'a donc pas été publiée, ce qui ne respecte pas les dispositions de l'article 21 (1) du règlement MiFIR.**

Par ailleurs, pour un dernier PSI, la mission de contrôle a constaté l'existence d'un code MIC erroné (« XXXX ») **pour plusieurs transactions, empêchant leur soumission à l'APA ou à la plateforme du PSI pour l'activité OTF ainsi que leur éventuelle publication, en méconnaissance des articles 10 et 21 (1) du règlement MiFIR.**

Manquements réglementaires :

- Absence de transmission à l'APA de certaines transactions en s'appuyant sur un référentiel client comprenant au moins un LEI incorrect pour déterminer l'éligibilité à la publication des transactions, en méconnaissance des dispositions de l'article 21 (1) du règlement MiFIR (un PSI).
- Absence de soumission à l'APA ou à la plateforme du PSI pour l'activité OTF de certaines transactions en raison d'un code MIC erroné empêchant leur publication éventuelle, en méconnaissance des dispositions susvisées et de l'article 10 du règlement MiFIR (un PSI).

3.2.2. Délais de publication des transactions

L'article 7 (4) du RTS 2 prévoit que « *les informations post-négociation sont mises à disposition dans des délais aussi proches du temps réel que le permettent les moyens techniques et, en tout état de cause : a) pendant les trois premières années d'application du règlement (UE) n° 600/2014, dans les 15 minutes suivant l'exécution de la transaction en question ; b) ensuite, dans les 5 minutes après l'exécution de la transaction en question* ». Il convient de préciser que les transactions sélectionnées ont été exécutées en 2020, soit moins de trois ans après l'entrée en application du règlement MiFIR. Néanmoins, en cas d'éligibilité à la publication différée, les délais de publication varient selon les codes signalétiques applicables et tels que détaillés dans l'Annexe II du RTS 2.

La mission de contrôle a analysé les dates d'exécution, de soumission à l'APA (en cas de recours à ce dernier) et de publication des transactions. La volumétrie des transactions concernées est la suivante :

Tableau n° 8 - Répartition des transactions selon les modalités de publication par PSI

	Nombre de transactions publiées (si assujetties)	Nombre de transactions publiées en « temps réel »	Nombre de transactions ayant bénéficié d'un différé de publication
PSI A	71	26	45
PSI B	60	25	35
PSI C	70	13	57
PSI D	70	54	16
PSI E	42	8	34

3.2.2.1. Transactions publiées en « temps réel »

Parmi les cinq PSI du panel, aucun n'a publié l'ensemble des transactions analysées dans les délais impartis. Il convient de distinguer plusieurs cas :

- concernant les transactions exécutées sur l'OTF d'un PSI et publiées sur cette même plateforme, il apparaît que les délais réglementaires n'ont pas été respectés pour 57 % des transactions. Le délai maximum observé s'élevait à plus de 16 heures. **Ce PSI n'a donc pas mis à disposition dans les 15 minutes suivant l'exécution de la transaction les informations post-négociation requises concernant certaines transactions exécutées sur son OTF et n'a ainsi pas respecté les dispositions de l'article 7 (4) a) du RTS 2 ;**
- concernant les transactions exécutées sur l'OTF d'un autre PSI et publiées par un APA, il ressort que 66,7 % des transactions n'ont pas été publiées dans les délais requis. Ces transactions ont été publiées entre 74 et 177 minutes après leur exécution. En effet, **si la publication via un APA pour des transactions exécutées sur une plateforme de négociation exploitée par une entreprise d'investissement est possible, cette dernière est responsable de leur publication sans pouvoir se décharger de sa responsabilité. Ce PSI n'a ainsi pas respecté les dispositions réglementaires susvisées ;**
- concernant les transactions exécutées de gré à gré et publiées par un APA, une distinction doit être réalisée entre deux situations :
 - certaines transactions exécutées par deux PSI n'ont pas été publiées dans les délais réglementaires mais ont néanmoins fait l'objet d'une soumission à l'APA dans un délai inférieur aux temps impartis. **Ces PSI ne sauraient donc être tenus responsables en l'absence d'un manquement qui pourrait leur être imputable ;** et
 - certaines transactions exécutées par deux PSI n'ont pas été publiées dans les délais réglementaires et ont également fait l'objet d'une soumission à l'APA au-delà des 15 minutes (68 % des transactions pour le premier PSI et 23 % pour le second PSI). **Ces PSI n'ont donc pas soumis à l'APA certaines transactions dans un délai lui permettant d'assurer une publication selon les prescriptions applicables et ont ainsi manqué à leur obligation de publication, en méconnaissance des articles susvisés.**

Manquements réglementaires :

- Absence de mise à disposition dans les 15 minutes suivant l'exécution de la transaction des informations post-négociation requises concernant certaines transactions exécutées sur l'OTF, en méconnaissance des dispositions de l'article 7 (4) a) du RTS 2 applicables à cette date (deux PSI).
- Absence de soumission à l'APA de certaines transactions dans un délai lui permettant d'assurer leur publication selon les prescriptions réglementaires, en méconnaissance des articles susvisés (deux PSI).

3.2.2.2. Transactions ayant bénéficié d'un différé

Parmi l'échantillon de transactions analysées, la mission de contrôle a constaté que l'ensemble des PSI du panel a eu recours à des différés, et ce, pour l'intégralité de leurs transactions éligibles aux différés.

Par ailleurs, la mission de contrôle a constaté le recours à un différé de publication pour un PSI alors que la transaction n'était pas éligible. Pour ce PSI (concernant une transaction de gré à gré), l'erreur provient de l'APA et est en cours de résolution.

A l'instar des publications réalisées en « temps réel », la mission de contrôle a analysé, pour un échantillon de cinq transactions par PSI ayant bénéficié d'un différé de publication, les délais appliqués selon leur nature. Il en est ressorti que seuls deux PSI avaient publié l'ensemble des opérations analysées dans les délais impartis. Concernant les trois autres PSI, il convient de distinguer plusieurs situations :

- concernant les transactions exécutées sur l'OTF d'un PSI et publiées sur sa propre plateforme, il apparaît que les délais réglementaires n'ont été respectés pour aucune des transactions considérées. Deux transactions supposaient une publication « *au plus tard à 19 h 00, heure locale, le deuxième jour ouvrable suivant la date de la transaction* » mais ont été publiées un mois ou six jours après. Trois transactions se sont vues appliquer un différé complémentaire relatif aux transactions portant sur des obligations souveraines et permettant de les publier sous une forme agrégée. Les publications ont toutefois eu lieu le mardi de la semaine suivant la réception de la seconde transaction, respectivement 10, 14 et 22 minutes après 9h00, en méconnaissance des exigences applicables. **Ainsi, ce PSI n'a pas respecté le délai de publication réglementaire autorisé pour la publication différée de cinq transactions exécutées sur son OTF, en contravention avec les dispositions prévues par l'article 8 (1) du RTS 2 ;**
- concernant les transactions exécutées sur l'OTF d'un PSI et publiées par un APA, il ressort qu'une transaction n'a pas été publiée dans les délais requis. En effet, pour une opération exécutée un vendredi devant faire l'objet d'une publication « *au plus tard à 19 h 00, heure locale, le deuxième jour ouvrable suivant la date de la transaction* », il a été constaté que la publication avait été effectuée le mardi suivant alors qu'elle aurait dû intervenir le lundi, et ce, en raison d'une validation tardive. **Ainsi, ce PSI n'a pas respecté le délai de publication réglementaire autorisé pour la publication différée d'une transaction exécutée sur son OTF, en contravention avec les dispositions prévues par l'article 8 (1) du RTS 2 ; et**
- concernant les transactions exécutées de gré à gré par un PSI et publiées par un APA, il ressort que les délais réglementaires n'ont pas été respectés pour trois transactions. L'une de ces transactions a été exécutée un jeudi et a été publiée partiellement avant 19h00 le lundi suivant, soit deux jours ouvrés après sa date d'exécution et non deux jours ouvrables (ce qui aurait dû conduire à une publication le samedi). En outre, pour les deux autres transactions, la publication à J+2 est intervenue respectivement une minute et 50 secondes et deux minutes et deux secondes après 19h00 le deuxième jour ouvrable suivant la date de la transaction. **Ainsi, ce PSI n'a pas respecté le délai de publication réglementaire autorisé pour la publication différée de trois transactions, en contravention des dispositions de l'article 8 (1) du RTS 2, à la lumière du Q&A de l'Esma « *On MiFID II and MiFIR transparency topics* »³¹.**

Concernant les publications intervenues dans les délais impartis, la mission de contrôle a constaté l'existence d'un délai parfois conséquent entre l'exécution de la transaction et sa soumission à l'APA pour deux PSI (entre cinq et

³¹ ESMA70-872942901-35, Questions and Answers « *On MiFID II and MiFIR transparency topics* » (30/09/2021), « 8 - Data reporting services providers, Question 1, Answer 1 ».

65 heures). Sur ce point, l'Esma recommande toutefois que « *The investment firm should report the transaction to the APA as soon as technically possible after the execution, regardless of the application of any deferrals* »³².

Manquements réglementaires :

- Non-respect du délai de publication réglementaire autorisé pour la publication différée de certaines transactions exécutées sur l'OTF, en méconnaissance des dispositions de l'article 8 (1) du RTS 2 (deux PSI).
- Non-respect du délai de publication réglementaire autorisé pour la publication différée de certaines transactions exécutées de gré à gré, en méconnaissance des dispositions susvisées (un PSI).

Mauvaise pratique :

- Dans le cas de transactions exécutées de gré à gré et éligibles aux différés de publication, soumettre tardivement les informations post-négociation à l'APA, malgré le respect des délais réglementaires (deux PSI).

3.2.3. Qualité des informations publiées

Pour chaque PSI du panel, la mission de contrôle a retenu un échantillon de 10 transactions ayant fait l'objet d'une publication afin de déterminer si les informations post-négociation requises pour chacune d'elles avaient été correctement publiées, au regard du tableau 3 de l'Annexe II du RTS 2. Il convient d'indiquer que des informations erronées, s'étendant à l'intégralité des deux échantillons constitués, ont été relevées. Il sera donc précisé le périmètre de chaque constat. Pour quatre PSI, il est ressorti de ces analyses que :

- concernant le champ « expression du prix »³³ :
 - pour un PSI (activité OTF), ce champ était affiché sous un format non prévu par la réglementation (« PER_UNIT ») pour 80 % de l'échantillon total de transactions ;
 - pour un autre PSI (activité OTC), ce champ affichait par erreur le code signalétique « MONE », en raison d'un problème de paramétrage d'un outil interne pour 97,1 % de l'échantillon total de transactions ; et
 - pour un dernier PSI (activité OTF), ce champ était publié sous un format non prévu par la réglementation (« *percentage* ») pour 70 % de l'échantillon de 10 transactions.
- concernant le champ « lieu d'exécution » :
 - pour un PSI (activité OTC), ce champ a été renseigné par la valeur « XOFF » par erreur pour 17,1 % de l'échantillon total de transactions. En effet, selon le RTS 2, le code MIC « XOFF » doit être utilisé « *pour les instruments financiers admis à la négociation ou négociés sur une plate-forme de négociation, lorsque la transaction sur cet instrument financier n'est exécutée ni sur une plate-forme de négociation, ni par un internalisateur systématique, ni sur une plate-forme de négociation organisée en dehors de l'Union* ». L'établissement a évoqué des problèmes tenant à l'outil interne utilisé (complétude de valeurs par défaut ou erreur de paramétrage) ou à sa taxonomie imprécise des instruments financiers ;

³² ESMA70-872942901-35, Questions and Answers « *On MiFID II and MiFIR transparency topics* » (30/09/2021), « 8 - Data reporting services providers, Question 1, Answer 1 ».

³³ Les valeurs pouvant être affichées concernant ce champs sont prévues sous la forme d'une liste limitative comprenant les éléments suivants : « MONE » signifiant « Valeur monétaire », « PERC » signifiant « Pourcentage », « YIEL » signifiant « Rendement » et « BAPO » signifiant « Points de base ».

- pour un autre PSI (activité OTC), ce champ a été renseigné par la valeur « XOFF » pour 8,6 % de l'échantillon total de transactions alors que l'établissement a indiqué exécuter des transactions sur obligations uniquement en qualité d'internalisateur systématique. L'établissement a évoqué l'existence d'erreurs concernant la détermination du statut d'internalisateur systématique, reflétées dans les données de référence utilisées pour déterminer la partie responsable de la publication ; et
 - pour un dernier PSI (activité OTF), ce champ a été publié pour 30 % de l'échantillon de 10 transactions, sans que la réglementation ne l'exige. Cet élément a mis en évidence une définition inexacte des règles de gestion dans les outils internes de ce PSI.
- concernant le champ « devise du prix » : un PSI (activité OTF) a publié ce champ pour 100 % des transactions pour lesquelles le prix était exprimé en pourcentage (parmi l'échantillon total) alors que cette information n'est due que « *si le prix est exprimé en valeur monétaire* » ;
 - concernant les champs « date et heure d'exécution de la transaction » et « date et heure de publication de la transaction » : les informations renseignées par un PSI (activité OTF) et vérifiables dans les éléments de preuve ne respectaient pas le format prévu par la réglementation pour 60 % de l'échantillon de 10 transactions³⁴.

En conséquence, deux PSI ont transmis à l'APA des informations erronées et deux autres PSI ont rendu publiques des informations erronées ou sous un format non conforme à la réglementation concernant un à quatre champs évoqués *supra* pour plusieurs transactions. Ces quatre PSI n'ont ainsi pas permis une publication post-négociation des informations respectant les dispositions de l'article 7 (1) du RTS 2.

Plus largement, concernant quatre PSI du panel, le contenu des champs « montant notionnel » et « quantité » était identique pour 100 % des transactions publiées³⁵. Néanmoins, le champ « quantité » doit faire référence au « *nombre d'unités de l'instrument financier [...]* » tandis que le champ « montant notionnel » doit viser le montant nominal. Par ailleurs, il est prévu que « *les informations indiquées dans ce champ doivent concorder avec les valeurs indiquées dans le champ Prix* »³⁶. Il est apparu que le contenu du champ « montant notionnel » ne concordait pas avec le champ « prix » pour ces PSI. Pour le dernier PSI, les informations indiquées dans ces deux champs étaient différentes mais le PSI a reconnu avoir renseigné des données incorrectes en raison d'une erreur d'interprétation. La mission de contrôle a constaté des divergences d'interprétation et des difficultés de mise en œuvre des dispositions du RTS 2 relatives à ces champs. En conséquence :

- **dans le cadre de leur activité OTC, trois PSI ont transmis des informations post-négociation erronées à l'APA concernant la « quantité » et le « montant notionnel », au regard de l'article 7 (1) du RTS 2 ; et**
- **dans le cadre de leur activité OTF, deux PSI ont rendu publiques des informations erronées concernant les champs précités, au regard de l'article susvisé.**

En outre, la mission de contrôle a analysé la durée de publication des transactions sur le site de l'APA ou sur la plateforme de négociation pour l'échantillon total de transactions. Il en est ressorti que trois PSI n'avaient pas la

³⁴ Le PSI n'a pas été en mesure de transmettre les informations au format publié pour 60,5 % des transactions publiées.

³⁵ L'étude publiée par l'AMF en mai 2020, intitulée « *Etats des lieux de la transparence obligatoire sous MIF 2* » faisait déjà état d'une « *qualité de donnée encore mitigée* », en relevant que « *certaines confusions semblent exister entre la quantité de titres échangés et le nominal total de ces transactions* » (page 9).

³⁶ Cf. Annexe II, tableau 2 du RTS 2 « *Informations détaillées aux fins de la transparence post-négociation* ».

possibilité de connaître la durée de publication de leurs transactions, en ce incluses les transactions exécutées sur l'OTF de l'un de ces PSI, ce qui constitue une mauvaise pratique. Concernant les deux autres PSI du panel :

- pour le premier PSI, il apparaît qu'au moins 27,1 % des transactions auraient été publiées durant moins de 24 heures sur la plateforme dédiée ; et
- pour le second PSI et à l'exception d'une transaction, la durée de publication des transactions était de 24 heures et 15 minutes, ce qui constitue une bonne pratique. **L'AMF rejoint sur ce point les recommandations de l'ESMA en considérant qu'il est raisonnable que les informations post-négociation soient disponibles a minima 24 heures après la publication, afin que ces informations puissent être téléchargées de manière ad hoc ou régulièrement**³⁷.

Par ailleurs, concernant un PSI, plusieurs transactions exécutées à l'achat et de gré à gré ont fait l'objet d'une publication parmi l'échantillon total analysé³⁸. La publication d'une transaction exécutée de gré à gré entre deux entreprises d'investissement au sens de MIF 2 incombe au vendeur. Afin de s'assurer que la publication incombait à la contrepartie, la mission de contrôle s'est assurée au préalable qu'il s'agissait d'une entreprise d'investissement dont le LEI la localise dans l'Union Européenne. **Ces publications engendrent un risque de double publication et contreviennent aux dispositions prévues aux articles 21 (2) du règlement MiFIR et 7 (5), (6) et (7) du RTS 2, à la lumière du Q&A de l'Esma « On MiFID II and MiFIR transparency topics »**³⁹.

Bonne pratique :

- Permettre aux investisseurs d'accéder à la publication sur un site dédié durant au moins 24 heures (un PSI).

Mauvaise pratique :

- Ne pas être en mesure de connaître la durée de publication de la transaction sur le site Internet de l'APA, en ce incluses les transactions exécutées sur l'OTF concernant un PSI (trois PSI).

Manquements réglementaires :

- Transmission à l'APA d'informations erronées (deux PSI) ou publication d'informations erronées ou sous un format non conforme à la réglementation (deux autres PSI) concernant un à quatre champs exigés au titre de la transparence post-négociation pour plusieurs transactions, en méconnaissance des dispositions de l'article 7 (1) du RTS 2.
- Transmission d'informations post-négociation erronées à l'APA concernant la « quantité » et le « montant notionnel » pour les transactions exécutées de gré à gré, en méconnaissance des dispositions de l'article 7 (1) du RTS 2 (trois PSI).
- Publication d'informations post-négociation erronées concernant la « quantité » et le « montant notionnel » pour les transactions exécutées sur un OTF, en méconnaissance des dispositions susvisées (deux PSI).

³⁷ ESMA70-872942901-35, Questions and Answers « On MiFID II and MiFIR transparency topics » (30/09/2021), « 2 General Q&As on transparency topics, Question 10, Answer 10 » : « Deleting data shortly after publication. The data made available free of charge should replicate the information published on a reasonable commercial basis but with a 15 minutes delay. ESMA is of the view that the information should be available for any party to initiate a retrieval of the data for a period of at least 24 hours from the publication. It is not reasonable to have the data available for a period that is not long enough for it to be downloaded reliably either on an ad-hoc or in a repeatable manner ». La traduction anglaise faisant foi.

³⁸ L'étude publiée par l'AMF en mai 2020, intitulée « Etats des lieux de la transparence obligatoire sous MIF 2 » avait déjà constaté l'existence de « doubles déclarations : le vendeur et l'acheteur déclarent la même transaction. Cette obligation incombe normalement au vendeur seul, sauf si l'acheteur agit en capacité de SI ou le vendeur n'est pas une entreprise d'investissement [...] » (page 10).

³⁹ ESMA70-872942901-35, Questions and Answers « On MiFID II and MiFIR transparency topics » (30/09/2021), « 2 General Q&As on transparency topics, question 3, answer 3 ».

- Publication de transactions à l'achat exécutées de gré à gré pour lesquelles la contrepartie est une entreprise d'investissement dont le LEI est localisé dans l'Union Européenne, engendrant un risque de double publication concernant plusieurs transactions, en méconnaissance des dispositions prévues aux articles 21 (2) du règlement MiFIR et 7 (5), (6) et (7) du RTS 2, à la lumière du Q&A de l'Esma « *On MiFiD II and MiFIR transparency topics* » (un PSI).

3.3. VÉRIFICATION DU DISPOSITIF DE CONFORMITÉ

L'article 22 (1) du règlement délégué (UE) 2017/565 dispose que « *Les entreprises d'investissement établissent, mettent en œuvre et gardent opérationnelles des politiques et des procédures conçues pour détecter tout risque de défaillance de l'entreprise afin de se conformer à ses obligations au titre de la directive 2014/65/UE, ainsi que les risques associés, et mettent en place des mesures et des procédures adéquates conçues pour minimiser ce risque et permettre aux autorités compétentes d'exercer effectivement les pouvoirs que leur confère la directive [...]* ». L'article L. 533-10 II 1° du CMF dispose quant à lui que les PSI « [...] *mettent en place des règles et procédures permettant de garantir le respect des dispositions qui leur sont applicables [...]* ». L'article 312-1 du RG AMF prévoit enfin que « *Pour assurer le respect de l'ensemble des obligations professionnelles mentionnées au II de l'article L. 621-15 du [CMF], le [PSI] met en œuvre le dispositif de conformité et les dispositions en matière de responsabilité des instances dirigeantes prévus respectivement aux articles 22 et 25 du règlement délégué 2017/565 [...]* ».

Les établissements doivent donc mettre en place un dispositif de conformité destiné à s'assurer du respect de leurs obligations relatives à la transparence post-négociation. En ce sens, le dispositif de conformité d'un établissement ne saurait reposer uniquement sur la vérification de la réalisation de contrôles de « niveau 1 » effectués par les équipes opérationnelles, sans intégrer de contrôles de « niveau 2 » suffisamment robustes. Si la thématique revêt un caractère technique impliquant que les établissements disposent d'une première ligne de défense étoffée, les contrôles de « niveau 2 » n'en demeurent pas moins indispensables dans une logique de contrôle permanent du dispositif de conformité applicable à la thématique de la transparence post-négociation.

3.3.1. Plan de contrôle

Quatre PSI du panel ont formalisé un plan de contrôle tandis que le cinquième n'en disposait pas. Si les quatre plans de contrôle comportaient des contrôles de « niveau 1 » sur la thématique contrôlée, la mission de contrôle a constaté qu'aucun contrôle de « niveau 2 » n'était prévu dans les plans de contrôle de deux PSI. **L'absence de plan de contrôle ou la définition d'un plan de contrôle insuffisamment étayé ne permettent pas aux établissements de garantir le respect de l'ensemble des obligations leur incombant dans le cadre de la transparence post-négociation (cf. paragraphe 3.3.3).**

Par ailleurs, quatre PSI du panel disposent d'un système de notation des contrôles. De plus, ces quatre PSI imposent la définition de mesures correctives à partir d'une certaine note, ce qui constitue une bonne pratique. Les modalités afférentes au plan de contrôle des PSI du panel peuvent se résumer comme suit :

Tableau n° 9 - Présentation de l'organisation des contrôles

	Plan de contrôle			Existence d'un système de notation des contrôles	Définition de mesures correctrices à partir d'une note
	Existence d'un plan de contrôles	Comprenant des contrôles de « niveau 1 »	Comprenant des contrôles de « niveau 2 »		
PSI A	Oui	Oui	Non	Oui	Oui
PSI B	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
PSI C	Non	Non	Non	Oui	Oui
PSI D	Oui	Oui	Non	Oui	Oui
PSI E	Oui	Oui	Oui	Non	Non

Bonne pratique :

- Formaliser la mise en place de mesures correctrices à partir d'une certaine note attribuée aux résultats d'un contrôle (quatre PSI).

3.3.2. Contrôles de « niveau 1 »

Les PSI du panel ont mis en place des contrôles de « niveau 1 », tant concernant leur activité OTC que leur activité OTF pour les deux PSI concernés. Si plusieurs PSI semblent avoir déployé des contrôles de « niveau 1 » similaires, leur périmètre de réalisation varie cependant :

- Trois PSI opèrent un contrôle du respect des délais règlementaires (« *timeliness* »), consistant à calculer, à partir des messages adressés par l'APA, le délai entre l'exécution de la transaction et la réception du rapport de négociation par l'APA, sans considération de leur éligibilité ou non à la publication différée. Deux PSI effectuent quotidiennement cette vérification et le troisième PSI retient une fréquence hebdomadaire. L'un de ces PSI a indiqué étendre ce contrôle au délai entre l'exécution des transactions et leur publication par l'APA, sur la base d'échantillons. Ces contrôles, permettant de s'assurer que les rapports de négociation ont été reçus par l'APA aussi rapidement que techniquement possible, contribuent à la publication des transactions dans les délais règlementaires. En cela, l'ensemble des contrôles de ces délais constitue une bonne pratique.
- Quatre PSI du panel ont par ailleurs mis en place des contrôles d'exhaustivité et/ou de complétude, ce qui constitue une bonne pratique. Néanmoins, ce type de contrôles ne couvre pas le même périmètre de vérification selon les PSI. En effet, les contrôles portent sur les rejets des transactions issus de leurs outils internes en amont de leur soumission à l'APA ainsi que sur les rejets opérés par l'APA. Seuls trois de ces PSI vérifient la soumission effective des transactions exécutées à leur APA.
- Trois PSI procèdent en outre à un contrôle d'exactitude⁴⁰, consistant à effectuer une vérification des champs et des codes signalétiques renseignés, ce qui constitue une bonne pratique. Pour l'un de ces PSI en revanche, le contrôle d'exactitude est mené sur échantillon et de manière « *ad hoc* » (c'est-à-dire selon l'établissement en cas d'identification d'une erreur). Il ne constitue donc pas un contrôle systématique effectué sur le correct renseignement de l'ensemble des champs exigés par le RTS 2.

⁴⁰ « Accuracy ».

Par ailleurs, un autre de ces trois PSI a prévu un contrôle d'exactitude, qui n'a pas été réalisé sur la période s'étendant de mai à novembre 2020, sans faire l'objet d'une quelconque traçabilité. A l'inverse, le fait, pour les quatre autres PSI du panel, de réaliser l'ensemble des contrôles prévus sur la thématique, sans en restreindre le périmètre de manière non tracée, constitue une bonne pratique.

Enfin, quatre PSI ne prévoient pas de contrôle de cohérence consistant à vérifier que les valeurs des champs reportés au titre de la transparence post-négociation et du RDT sont identiques, ce qui constitue une mauvaise pratique.

- Un PSI dispose en outre d'un contrôle supplémentaire de « niveau 1 » visant à analyser les éventuels écarts importants dans les volumes quotidiens des transactions adressées à l'APA. Ce contrôle, mené quotidiennement, permet de détecter d'éventuelles anomalies susceptibles de révéler des erreurs dans la détermination des transactions éligibles à la publication. Les quatre autres PSI n'ont en revanche pas mis en place un tel contrôle, ce qui constitue une mauvaise pratique.
- Concernant spécifiquement l'activité OTF, le premier PSI opère des contrôles qui ne revêtent pas de caractère systématique. Un seul contrôle a été mené et a consisté en une revue « *ad hoc* » des transactions publiées sur sa plateforme OTF, durant laquelle a été vérifiée l'exactitude des champs décrits dans le tableau I de l'Annexe 2 du « RTS 2 ». Le second PSI, qui a recours à un APA pour la publication de l'ensemble de ses transactions éligibles, ne distingue pas entre les contrôles de « niveau 1 » appliqués à son activité OTF ou à son activité OTC⁴¹.

Les contrôles de « niveau 1 » déployés par les PSI du panel peuvent se résumer comme suit :

Tableau n° 10 - Présentation des points de contrôle de « niveau 1 » réalisés par les PSI

	Respect des délais réglementaires	Exhaustivité de la publication des transactions assujetties		Exactitude des champs publiés	Existence d'une publication des transactions (site de l'APA)
		Vérification de la soumission de la transaction à l'APA	Analyse des messages de rejet de l'APA		
PSI A	Oui ⁴²	Oui	Oui	Non	Non
PSI B	Oui	Oui	Oui	Oui	Non
PSI C	Oui	Non	Oui	Oui	Non
PSI D	Non (OTC) et OTF)	Oui (OTC) / Non (OTF)	Oui (OTC) / Non (OTF)	Non (OTC) / Oui (OTF)	Non (OTC et OTF)
PSI E	Non (OTC et OTF)	Non (OTC et OTF)	Non (OTC et OTF)	Non (OTC et OTF)	Non (OTC et OTF)

La mission de contrôle a constaté que, pour deux établissements, le dispositif de contrôle de « niveau 1 » était insuffisant, soit en l'absence de points de contrôle récurrents sur les opérations réalisées sur la plateforme de négociation, soit en présence de lourdes insuffisances en matière de formalisation et de traçabilité ainsi que de périmètre des contrôles (cf. paragraphe 3.3.3).

Par ailleurs, un PSI du panel dispose, en complément des contrôles « standards » définis en « niveau 1 » évoqués *supra* et des contrôles de « niveau 2 », d'un « programme de tests » permettant la mise en œuvre de contrôles

⁴¹ Malgré la formalisation de deux fiches de contrôle distinctes, aucune différence n'existe quant à la nature et aux modalités de contrôle.

⁴² Les « Oui » renseignés dans le tableau *supra* concernant les contrôles signifient que ceux-ci sont prévus. Ils ne traduisent pas pour autant que ceux-ci sont suffisants et/ou réalisés de manière satisfaisante.

dédiés à la transparence post-négociation. La gestion de ce programme, rattaché par ce PSI au « niveau 1 » de contrôle, est confiée à une équipe opérationnelle basée à l'étranger et dont l'activité est supervisée par les équipes localisées à Paris. Il s'agit d'un programme de contrôle périodique, mené tous les deux mois, ayant pour objectif général d'évaluer et d'accroître la qualité des « reporting » réglementaires, en matière de complétude et d'exactitude des données. Plusieurs contrôles automatisés et manuels sont ainsi menés :

- deux contrôles sont relatifs à l'éligibilité des transactions à la publication, l'un manuel sur échantillon et l'autre automatisé, permettant de vérifier que les règles d'éligibilité à la publication sont conformes et de s'assurer que l'éligibilité de l'instrument financier (ToTV) calculée par l'outil interne du PSI est correcte ;
- un contrôle manuel sur échantillon porte sur l'exactitude des données et vise à s'assurer de la qualité des données adressées à l'APA ;
- un contrôle de cohérence est rattaché au contrôle d'exactitude, ayant pour objectif de s'assurer que les valeurs des champs reportés au titre de la transparence post-négociation et du RDT sont identiques ; et
- deux contrôles de cohérence, réalisés sur le périmètre d'une journée, sont rattachés au contrôle d'exhaustivité et consistent à vérifier que les transactions déclarées au titre de la transparence post-négociation l'ont également été au titre du RDT (automatisé) et à s'assurer de la cohérence entre les données fournies par les outils internes et les données publiées par l'APA (manuel).

La mise en place de ce « programme de tests », évaluant en particulier la cohérence des données publiées au titre de la transparence post-négociation et du RDT, permet de minimiser les risques liés à une publication partielle ou erronée. L'absence de mise en œuvre d'un tel contrôle de cohérence constitue ainsi une mauvaise pratique.

Bonnes pratiques :

- Mettre en place un contrôle des délais réglementaires permettant de s'assurer que les rapports de négociation ont été reçus par l'APA aussi rapidement que possible et contribuant à la publication des transactions par l'APA dans les délais réglementaires (trois PSI).
- Réaliser l'ensemble des contrôles prévus sur la thématique, sans en restreindre le périmètre de manière non tracée (quatre PSI).
- Mettre en place des contrôles d'exhaustivité et/ou de complétude à fréquence rapprochée par exemple sur une base quotidienne destinés notamment à l'identification des erreurs internes (quatre PSI).
- Mettre en place des contrôles d'exactitude, permettant de s'assurer que les données adressées à l'APA sont correctes (trois PSI).
- Disposer d'un programme de tests permettant la mise en œuvre de contrôles spécifiques à la transparence post-négociation, en complément des contrôles « standards » définis en « niveau 1 » (un PSI).

Mauvaises pratiques :

- Ne pas mettre en place de contrôle permettant de détecter les variations importantes dans le volume des transactions adressées à l'APA, de manière à identifier des anomalies affectant la correcte publication des transactions (quatre PSI).
- Ne pas réaliser de contrôle de cohérence, consistant à vérifier que les valeurs des champs reportés au titre de la transparence post-négociation et du RDT sont identiques (quatre PSI).

3.3.3. Contrôles de « niveau 2 »

Afin d’apprécier la mise en œuvre par les PSI du panel de contrôles de « niveau 2 » sur la thématique de la transparence post-négociation, la mission de contrôle a analysé l’intégralité des contrôles définis. En complément, la mission de contrôle a obtenu les résultats ainsi que les pistes d’audit des deux derniers contrôles de conformité.

Il est ressorti de l’analyse des dispositifs de contrôle de « niveau 2 » des PSI du panel, menée pour les années 2019, 2020 et 2021, que ceux-ci s’avéreraient majoritairement insuffisants :

- deux PSI n’ont mené aucun contrôle sur la thématique ;
- un troisième PSI a fait état d’un point de contrôle dédié aux infrastructures de marché et à la transparence. Néanmoins, le contrôle mené en 2019 était limité à la fréquence de tenue des comités impliqués dans la thématique de la transparence post-négociation. Ce PSI a par ailleurs mis en place un « programme de tests indépendant » mais le contrôle annuel mené sur la base de ce programme avait conclu à l’insuffisance des contrôles sur la thématique évoquée ;
- un quatrième PSI a indiqué effectuer deux contrôles dédiés spécifiquement l’un à son activité OTF et l’autre à son activité OTC. Les points de contrôle définis apparaissaient identiques. Cependant, ces contrôles ont été implémentés tardivement par rapport à la date de début des activités OTF et OTC de l’établissement et les fiches de contrôle n’ont pas été respectées, ce qui a entraîné une réduction non tracée du périmètre de réalisation de ces contrôles ; et
- un dernier PSI dispose de deux types de contrôles, l’un trimestriel récurrent et l’autre « *périodique* » (*i.e.* dont l’éventuelle conduite est appréciée annuellement par l’établissement en application d’une approche par les risques). Néanmoins, ces contrôles de « niveau 2 » sont en pratique principalement limités à la vérification d’aspects formels relatifs aux modalités de conception et d’exécution des contrôles de « niveau 1 ».

Les contrôles de « niveau 2 » déployés par les PSI du panel se caractérisent comme suit :

Tableau n° 11 - Présentation des contrôles de « niveau 2 » par les PSI

	Existence de contrôles de « niveau 2 » de 2019 à 2021	Nombre de contrôles de « niveau 2 » menés de 2019 à 2021	Contrôles limités à la vérification d’aspects formels du « niveau 1 »	Caractère <i>ad hoc</i> des contrôles de « niveau 2 »	Caractère satisfaisant du dispositif des contrôles de « niveau 2 » au regard du CMF
PSI A	Oui ⁴³	2	Non	Oui	Non
PSI B	Oui	2	Oui	Non	Non
PSI C	Non	0	/	/	Non
PSI D	Non	0	/	/	Non
PSI E	Oui	2	Non	Non	Non

⁴³ Les « Oui » renseignés dans le tableau *supra* concernant les contrôles signifient que ceux-ci sont prévus. Ils ne traduisent pas pour autant que ceux-ci sont suffisants et/ou réalisés de manière satisfaisante.

Pour l'ensemble des PSI du panel, la nature et le contenu des diligences réalisées ne permettent pas de garantir le respect de l'intégralité des dispositions qui leur sont applicables, selon un degré variable, en méconnaissance des dispositions de l'article L. 533-10 II 1° du CMF et de l'article 22 du règlement délégué (UE) 2017/565 du 25 avril 2016 applicable aux PSI sur la thématique contrôlée à la lecture de l'article 312-1 du RG AMF.

Manquement réglementaire :

- Absence de mise en place de contrôles de « niveau 2 » ou insuffisance des contrôles déployés en matière de périmètre de couverture de la thématique de la transparence post-négociation obligatoire, en méconnaissance des dispositions de l'article L. 533-10 II 1° du CMF et de l'article 22 du règlement délégué (UE) 2017/565 du 25 avril 2016 par application de l'article 312-1 du RG AMF (cinq PSI).