

Avril 2023

CONTRÔLES SPOT

Synthèse des contrôles SPOT relative à la fourniture de données de marché

Table des matières

	INTRODUCTION	3
1.	CONTEXTE ET PÉRIMÈTRE	7
2.1.	PRÉSENTATION DE L'ÉCHANTILLON D'ÉTABLISSEMENTS CONTRÔLÉS.....	7
2.2.	THÈMES ET MÉTHODOLOGIE APPLIQUÉE.....	8
2.3.	RÉGLEMENTATION APPLICABLE.....	9
3.	CONSTATS ET ANALYSES	10
3.1.	ACCESSIBILITÉ, CLARTÉ ET TRANSPARENCE.....	10
3.1.1.	Accessibilité des politiques tarifaires.....	11
3.1.2.	Clarté et transparence des politiques tarifaires.....	11
3.2.	FOURNITURE DES DONNÉES DE MARCHÉ SUR UNE BASE COMMERCIALE RAISONNABLE.....	15
3.2.1.	Fourniture des données de marché sur la base des coûts.....	16
3.2.2.	Fourniture des données de marché sur une base non-discriminatoire.....	19
3.2.3.	Fourniture des données de marché sur une base individuelle.....	21
3.3.	MISE À DISPOSITION GRATUITE DES DONNÉES DE MARCHÉ DIFFÉRÉES.....	23
3.3.1.	Modalités de mise à disposition gratuite des données différées.....	24
3.3.2.	Analyse par échantillon du respect des exigences relatives aux données différées.....	25

INTRODUCTION

Conformément aux priorités de supervision de l’Autorité des marchés financiers (ci-après « AMF ») pour 2022 et en lien avec les priorités stratégiques de supervision de l’Union Européenne, une série de contrôles courts thématiques SPOT¹ portant sur la fourniture de données de marché a été menée sur la période allant de mars à juillet 2022. 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 quatre établissements fournissant des données de marché (ci-après « les établissements ») et ont couvert une période allant du 1^{er} janvier 2019 au 30 juin 2022.

L’objectif principal de ces contrôles SPOT était de s’assurer du respect, par les établissements, des exigences afférentes à la fourniture de données de marché. Ainsi, il a été porté une attention particulière : *i) à l’accessibilité, la clarté et la transparence des politiques en matière de données de marché, ii) à la fourniture de données de marché sur une base commerciale raisonnable et iii) à la mise à disposition gratuite de données de marché exhaustives 15 minutes après leur publication.* La présente synthèse a pour objet d’apporter un éclairage sur les modalités de mise en œuvre des exigences relatives à la fourniture de données de marché édictées par les dispositions du règlement MiFIR et par celles, notamment, du règlement délégué (UE) n° 2017/567 du 18 mai 2016. Elle analyse les dispositifs mis en place par chaque établissement à la date des contrôles.

La directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 (« **MIF 1** ») prévoyait déjà que le prix des données de marché fût fixé « à des conditions commerciales raisonnables ». La directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 (ci-après « **directive MIF 2** ») et le règlement MiFIR et ses règlements délégués, notamment le règlement délégué (UE) n° 2017/567 du 18 mai 2016, sont venus renforcer ces exigences. Constatant que le coût des données de marché continuait malgré tout d’augmenter post-MiFID II, associé à une complexité croissante des offres en matière de données de marché, l’ESMA a publié des Orientations relatives aux obligations en matière de données de marché dans le cadre de MiFID II/MiFIR³ (ci-après, les « **Orientations de l’ESMA** »), en vigueur depuis le 1^{er} janvier 2022, qui viennent notamment préciser les dispositions réglementaires. L’AMF a déclaré appliquer ces Orientations le 18 octobre 2021.⁴ La mission a également évalué dans quelle mesure les établissements s’étaient organisés afin d’intégrer à leur dispositif les précisions apportées par les Orientations.

Près de 4 ans après l’entrée en application du règlement MiFIR, l’AMF a constaté d’importantes insuffisances dans le respect des exigences applicables à la fourniture de données de marché par les membres du panel. 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 fourniture de données de marché.

¹ Supervision des Pratiques Opérationnelle et Thématique.

² Notamment le règlement délégué (UE) 2017/567 de la Commission du 18 mai 2016.

³ Orientations relatives aux obligations en matière de données de marché dans le cadre de MiFIDII/MiFIR, accessibles au lien suivant : https://www.esma.europa.eu/system/files/force/library/esma70-156-4263_guidelines_mifid_ii_mifir_obligations_on_market_data_fr.pdf?download=1

⁴ <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/actualites/donnees-de-marche-lamf-applique-les-orientations-de-lesma>

RÉSUMÉ DES PRINCIPAUX ENSEIGNEMENTS DES MISSIONS

À titre liminaire, la mission de contrôle a constaté que l'ensemble des établissements du panel avaient délégué à un prestataire intragroupe des fonctions opérationnelles importantes liées à la fourniture de données de marché de leur(s) plateforme(s) de négociation. Cependant, deux établissements ne disposaient d'aucun cadre contractuel adéquat leur permettant de s'assurer du respect des obligations réglementaires leur incombant. Par ailleurs, l'un des établissements traite des sujets liés à la fourniture de données de marché au sein de plusieurs comités, les activités externalisées faisant notamment l'objet d'un rapport mensuel auprès des dirigeants des différentes filiales, ce qui constitue une bonne pratique. À l'inverse, deux des établissements du panel ne disposaient d'aucun moyen humain, technique ou encore corps procédural dédiés à l'activité de fourniture de données de marché, ce qui constitue une mauvaise pratique.

Concernant l'accessibilité, la clarté et la transparence des politiques tarifaires, de nombreuses insuffisances et de potentiels manquements réglementaires ont été constatés.

D'une part, concernant l'accessibilité des politiques tarifaires, l'un des établissements du panel n'avait pas rendu disponibles, jusqu'au 27 avril 2022, les documents constituant sa politique tarifaire relative aux données de marché en un emplacement unique (documents répartis sur deux sites internet distincts).

D'autre part, concernant la clarté et la transparence des politiques tarifaires relatives aux données de marché, la mission de contrôle a constaté les potentiels manquements à la réglementation suivants :

- aucun des établissements n'avait communiqué de renseignements relatifs, notamment, au contenu des données de marché commercialisées pour certaines années consécutives à l'entrée en vigueur du règlement délégué (UE) n° 2017/567 ; certains avaient publié des éléments incomplets ou erronés, ce qui contreviendrait aux obligations de transparence ;
- aucun des établissements n'avait pleinement respecté, au sein des politiques tarifaires mises à disposition du public, le principe de désagrégation des données de marché imposé par la réglementation,
- pour trois établissements, le délai de notification préalable des futures modifications de prix des données de marché était inférieur au délai réglementaire de 90 jours ;
- un établissement avait communiqué des renseignements largement insuffisants concernant le mode de fixation des prix, y compris les méthodes de comptabilisation des coûts utilisées et les principes spécifiques d'allocation des coûts liés aux données de marché ;
- trois établissements n'avaient pas communiqué sous une forme aisément accessible au public les frais relatifs à certaines utilisations des données de marché et les autres clauses et conditions contractuelles relatives à la fourniture de ces données de marché.

Enfin, la mission de contrôle relève plusieurs pratiques susceptibles de favoriser (ci-après « bonnes pratiques ») ou au contraire de compliquer le respect des exigences réglementaires (ci-après « mauvaises pratiques »). Au titre des bonnes pratiques identifiées deux établissements mettent à disposition de leurs potentiels clients un formulaire permettant à ces derniers de spécifier l'usage projeté des données de marché afin d'identifier le plus précisément possible les besoins des éventuels clients. De surcroît, un établissement publie les évolutions tarifaires relatives aux données de marché 120 jours en amont de ces évolutions, soit 30 jours plus tôt que ne le requiert la réglementation. Par ailleurs, un établissement publie des documents permettant d'identifier aisément les modifications intervenues entre différentes versions des contrats de licence (« *track-changes* »). En outre, un établissement avait prévu deux catégories d'usage dédiées aux clients non professionnels, visant à prendre en compte les spécificités et les contraintes de ces acteurs. Enfin, deux établissements avaient aligné leurs politiques

relatives aux données de marché et leurs grilles tarifaires sur la terminologie et les définitions proposées à l'Annexe I des Orientations de l'ESMA.

Au titre des mauvaises pratiques identifiées, l'un des établissements mettait à disposition une grille tarifaire revêtant un caractère complexe ne facilitant pas sa bonne compréhension et qui pourrait causer le recours à des usages surdimensionnés des données de marché au regard de l'activité des clients. Par ailleurs, pour deux établissements, la granularité de la procédure de désagrégation des données – qui exclut certaines des plateformes opérées par l'assujetti - pourrait être insuffisante.

Concernant la publication de données de marché sur une base commerciale raisonnable, la mission de contrôle a également relevé de nombreuses insuffisances mais également des éléments qui pourraient contrevenir aux dispositions réglementaires applicables.

En premier lieu, concernant la fourniture de données de marché « sur la base des coûts », un établissement n'avait pas explicitement fondé le prix des données de marché sur le coût de production et de diffusion de ces données, tandis qu'un autre établissement n'était pas en mesure de le justifier.

En deuxième lieu, concernant la publication de données de marché « sur une base non discriminatoire », la mission de contrôle a constaté que :

- un établissement avait introduit une différence de tarif pour une même utilisation des données de marché entre différentes catégories de clients selon des critères qui, bien qu'objectifs, n'étaient pas rendus publics au sein de sa politique tarifaire relative aux données de marché ;
- deux établissements ne disposaient d'aucun critère objectif et rendu public permettant de définir les différentes catégories de clients pour lesquelles les prix et conditions de mise à disposition des données de marché doivent être identiques ;
- un établissement offrait, pour des données de marché identiques et pour un même usage de celles-ci, des tarifs largement supérieurs pour les clients non-membres par rapport aux clients membres ;
- un établissement ne communiquait aucune information contractuelle quant à la possibilité d'appliquer rétroactivement des frais dans le cas où un client aurait eu un usage indu, c'est à dire non conforme aux modalités contractuelles retenues, des données de marché fournies.

En troisième lieu, concernant la fourniture de données de marché « sur une base individuelle », la mission de contrôle a constaté que :

- l'ensemble des établissements ne motivait pas suffisamment ou ne publiait pas les motifs du refus ou refus potentiel de mettre les données de marché à disposition sur une base individuelle ;
- trois établissements n'avaient pris aucune mesure pour garantir que chaque utilisation des données de marché ne soit facturée qu'une seule fois ;
- s'il est possible d'imposer des conditions pour donner droit à la tarification sur la base des frais individuels, un établissement imposait des conditions pouvant être considérées comme excessives.

Au sujet de la fourniture des données de marché « sur une base commerciale raisonnable », la mission de contrôle a relevé des pratiques hétérogènes chez les établissements du panel.

Au titre des mauvaises pratiques constatées par la mission de contrôle, pour l'un des établissements, la quasi-totalité des lignes de coûts avaient été allouées à la fourniture de données de marché selon une clé de répartition correspondant à la part des revenus de négociation par rapport aux revenus totaux du groupe, ce qui pourrait

s'avérer contraire à l'Orientation n° 2 de l'ESMA. De même, l'un des établissements avait retenu, concernant l'allocation des coûts à la fourniture de données de marché, une approche ne tenant pas compte de l'amortissement des investissements liés à la plateforme de négociation et aux différents maillons de la chaîne de négociation, alors que ces actifs sont essentiels à l'activité de négociation et donc à la fourniture de données de marché. Cette méthodologie pourrait s'avérer contraire à l'Orientation n° 2 de l'ESMA.

En outre, trois établissements n'avaient pas rendu publiques les modalités de détermination de la marge produite par la fourniture de données de marché, ce qui ne permettrait pas de respecter les dispositions de l'Orientation n° 2 de l'ESMA. Par ailleurs, pour un établissement du panel, certaines exemptions tarifaires, bien que rendues publiques et, conformément à l'Orientation n° 4 de l'ESMA, « *fondées sur des éléments factuels, facilement vérifiables et suffisamment généraux pour se rapporter à plus d'un client* », pourraient constituer un avantage financier disproportionné pour certaines catégories de clients. La mission de contrôle a de plus constaté qu'un établissement n'avait pas justifié, dans sa politique relative aux données de marché, les différences tarifaires entre des catégories de clients établies sur la base de critères objectifs et rendus publics. Enfin, un établissement ne précisait pas, dans sa politique tarifaire, de quelle manière les frais sont appliqués lorsqu'un client a différentes utilisations simultanées des données de marché.

L'un des établissements avait mis en place une tarification sur la base de frais individuels, alors que la réglementation donne la possibilité de ne pas proposer cette modalité tarifaire sous certaines conditions. Toutefois, les conditions entourant sa mise en œuvre sont apparues excessives.

En ce qui concerne la mise à disposition gratuite des données de marché 15 minutes après leur publication (ci-après les « **données différées** »), la mission de contrôle n'a pas constaté d'insuffisances sur la base des échantillons constitués lorsque ceux-ci ont pu être réalisés. En outre, certains établissements ont mis en place des systèmes impliquant une mise à disposition gratuite des données de marché intervenant simultanément avec la publication des informations pré et post-négociation.

La mission de contrôle a toutefois relevé plusieurs éléments constitutifs de mauvaises pratiques. Ainsi, trois établissements avaient indiqué mettre les données différées – aussi bien pré-négociation que post-négociation – à disposition du public pendant une durée de 24 heures, ce qui s'avère inférieur à ce qui est préconisé par l'Orientation n° 18 de l'ESMA. De même, un établissement a mis en place un contrôle non automatisé pour vérifier l'identité et l'objectif des personnes désireuses d'accéder aux données différées *via* la solution dédiée alors que le principe à respecter est de ménager un accès aisé aux données à tout utilisateur, ce qui entre en contradiction avec les préconisations de l'Orientation n° 17 de l'ESMA⁵. Par ailleurs, deux établissements ne disposaient pas de modalités techniques permettant de comparer la publication en temps réel, la publication différée et la fin de mise à disposition gratuite des données différées.

Enfin, la mission de contrôle a relevé une bonne pratique de la part de l'ensemble des établissements retenus dans le panel, laquelle consiste à permettre d'automatiser l'extraction des données différées mises à disposition du public gratuitement, selon un format lisible par machine et ce pour les différentes solutions dédiées à la publication des données différées.

⁵ Orientation n° 17 de l'ESMA : « *Il convient de donner accès gratuitement aux données différées à tous les clients, y compris aux clients professionnels. Les fournisseurs de données de marché peuvent demander un simple enregistrement dans le but de contrôler qui a accès aux données différées, à condition que les données restent facilement accessibles à tout utilisateur* ».

1. CONTEXTE ET PÉRIMÈTRE

2.1. PRÉSENTATION DE L'ÉCHANTILLON D'ÉTABLISSEMENTS CONTRÔLÉS

Ces contrôles SPOT ont été réalisés conjointement auprès de quatre établissements exploitant une ou plusieurs plateformes de négociation.

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

- pour chacun des membres du panel, l'exercice effectif d'une activité de fourniture de données de marché ;
- pour la représentativité du panel, la sélection d'établissements opérant l'un ou plusieurs des types de plateformes de négociations existants, à savoir les systèmes organisés de négociation⁶ (ci-après « **SON** »), les systèmes multilatéraux de négociation⁷ (ci-après « **SMN** ») et les marchés réglementés⁸.

Ces établissements ont adopté des schémas organisationnels relativement proches et fondés sur des relations d'externalisation. Ainsi, l'intégralité des établissements retenus dans le cadre de ces contrôles externalisent l'activité de fourniture de données de marché auprès d'un prestataire intra-groupe.

Néanmoins, cette externalisation n'est documentée que pour deux établissements, tandis que les deux autres ne disposent d'aucune documentation afférente à ce schéma organisationnel. Pour autant, un établissement n'ayant pas documenté cette relation d'externalisation ne remet pas en cause l'existence d'un tel schéma. Pour les deux établissements disposant d'une documentation relative à la relation d'externalisation mise en place, le contrat prévoit une réallocation par le groupe d'une partie des revenus tirés de l'activité de fourniture de données de marché. Néanmoins, la mission de contrôle a constaté que cette réallocation n'avait pour l'un des établissements pas encore été mise en place. L'établissement concerné admet toutefois l'existence de cette externalisation.

⁶ **Les SON sont définis à l'article L. 425-1 du Code monétaire et financier** selon les termes suivants : « *Un système organisé de négociation est un système multilatéral qui assure la rencontre en son sein et à la discrétion du gestionnaire de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers de manière à conclure des transactions sur : 1° Des titres financiers mentionnés au 2 du II de l'article L. 211-1 ; 2° Des produits financiers structurés au sens du règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers ; 3° Des unités mentionnées à l'article L. 229-7 du code de l'environnement ; 4° Des instruments dérivés au sens de l'article 2, paragraphe 1, 29 du règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers ; 5° Des produits énergétiques de gros, au sens du 4 de l'article 2 du règlement (UE) n° 1227/2011 du Parlement européen et du Conseil, qui doivent être réglés par livraison physique.*

Il fonctionne conformément aux dispositions du présent chapitre. Le système compte au moins trois clients ou utilisateurs significativement actifs, chacun d'eux ayant la possibilité d'interagir avec tous les autres en matière de formation des prix. Le gestionnaire d'un système organisé de négociation est un prestataire de services d'investissement autre qu'une société de gestion de portefeuille agréé pour fournir le service d'investissement mentionné au 9 de l'article L. 321-1 ou par une entreprise de marché autorisée à cet effet par l'AMF. Lorsque l'entreprise de marché gère un système organisé de négociation, elle se conforme aux dispositions de l'article L. 421-11. »

⁷ **Les SMN sont définis à l'article L. 424-1 du Code monétaire et financier** selon les termes suivants : « *Un système multilatéral de négociation est un système multilatéral qui assure la rencontre, en son sein et selon des règles non discrétionnaires, de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers, de manière à conclure des transactions sur ces instruments. Il fonctionne conformément aux dispositions du présent chapitre. Le système compte au moins trois membres ou utilisateurs significativement actifs, chacun d'eux ayant la possibilité d'interagir avec tous les autres en matière de formation des prix. Le gestionnaire d'un système multilatéral de négociation est un prestataire de services d'investissement autre qu'une société de gestion de portefeuille agréé pour fournir le service d'investissement mentionné au 8 de l'article L. 321-1 ou une entreprise de marché autorisée à cet effet par l'Autorité des marchés financiers. Lorsque l'entreprise de marché gère un système multilatéral de négociation, elle se conforme aux dispositions de l'article L. 421-11. »*

⁸ **Les marchés réglementés sont définis à l'article L. 421-1 du Code monétaire et financier** selon les termes suivants : « *I. Un marché réglementé d'instruments financiers est un système multilatéral qui assure ou facilite la rencontre, en son sein et selon des règles non discrétionnaires, de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats portant sur les instruments financiers admis à la négociation dans le cadre des règles et systèmes de ce marché. Il est reconnu et fonctionne conformément aux dispositions du présent chapitre. II. Un marché réglementé peut également admettre à la négociation des actifs dont la liste est fixée par décret, après avis du collège de l'Autorité des marchés financiers. »*

Ces similitudes évoquées *supra* entre les établissements du panel sur le plan organisationnel ne doivent pas masquer d'importantes disparités quant à la nature des plateformes de négociation opérées, au nombre de clients, et, partant, quant aux revenus que produit cette activité pour chacun d'entre eux. Ces différences peuvent se résumer comme suit :

Tableau n° 1 : Présentation de l'échantillon contrôlé

Thématique /Etablissement	Etablissement A	Etablissement B	Etablissement C	Etablissement D
Types de plateformes opérées	1 SMN	1 SON	5 plateformes dont 2 SMN	1 SMN 2 SON
Nombre de clients – données de marché	< 50	Non communiqué	> 50	< 50
Revenus tirés de l'activité données de marché	< 2 000 Keuros	Non communiqué	> 2 000 Keuros	< 2 000 Keuros

2.2. THÈMES ET MÉTHODOLOGIE APPLIQUÉE

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

- l'accessibilité, la clarté et la transparence des politiques en matière de données de marché ;
- la fourniture des données de marché sur une base commerciale raisonnable, notamment le respect des exigences i) de fourniture des données de marché *sur la base des coûts*, ii) *sur une base non discriminatoire et iii) sur une base individuelle* ; ainsi que
- la vérification de la mise à disposition gratuite des données de marché après leur publication.

Pour chaque établissement contrôlé, la mission a notamment analysé, sur la période allant du 1^{er} janvier 2022 au 30 juin 2022, les procédures et/ou politiques en vigueur relatives à la thématique susvisée, les contrats de licence relatifs à la fourniture de données de marché, les coûts des données de marché fournies selon l'usage qui en est fait par les clients de chaque établissement, ainsi que les délais de mise à disposition gratuite des données de marché commercialisées. Par ailleurs, afin de compléter ses analyses, la mission de contrôle a également adressé à chaque établissement un questionnaire thématique relatif à l'activité de fourniture de données de marché.

Enfin, la mission de contrôle a réalisé, concernant deux établissements, des tests sur échantillon :

- l'un afin d'examiner, *via* une sélection de facturations adressées à des clients, le respect du principe de fourniture des données de marché « sur une base non discriminatoire »⁹ ;
- le second¹⁰ afin d'apprécier l'effectivité de la mise à disposition gratuite des informations pour l'ensemble des transactions éligibles 15 minutes après leur publication¹¹.

⁹ Échantillon réalisé pour deux établissements

¹⁰ La mission souhaitait réaliser le second test sur échantillon pour l'ensemble des membres du panel mais les modalités techniques mises en œuvre par les établissements n'ont pas permis la réalisation de celui-ci pour deux d'entre eux, en l'absence d'horodatage de la mise à disposition des données différées au sein de leurs outils internes.

¹¹ Échantillon réalisé pour un établissement

2.3. RÉGLEMENTATION APPLICABLE

La mission de contrôle s'est appuyée sur la réglementation et les travaux de l'ESMA suivants :

Accessibilité, clarté et transparence des politiques en matière de données de marché

- ✓ **Article 12 du règlement MiFIR** concernant l'obligation de mise à disposition séparée des données pré-négociation et post-négociation ;
- ✓ **Article 13 du règlement MiFIR** concernant l'obligation de mise à disposition des données pré-négociation et post-négociation à des conditions commerciales raisonnables ;
- ✓ **Article 10 du règlement délégué (UE) n° 2017/567** concernant l'obligation de dégroupage et de désagrégation des données ;
- ✓ **Article 11 du règlement délégué (UE) n° 2017/567** rappelant l'obligation de communiquer le prix et les autres conditions de la fourniture des données de marché sous une forme aisément accessible au public et listant les informations devant être communiquées par les fournisseurs de données de marché au titre de l'obligation de transparence ;
- ✓ **Article 1^{er} du règlement délégué (UE) n° 2017/572** concernant notamment les critères devant être pris en compte par les fournisseurs de données de marché afin de proposer les données de pré-négociation et de post-négociation sous une forme désagrégée ;
- ✓ **Orientation n° 1 des Orientations de l'ESMA relatives aux obligations en matière de données de marché dans le cadre de MiFID II/MiFIR** indiquant notamment sous quelle forme présenter les politiques relatives aux données de marché pour que celles-ci puissent être considérées comme « *claires et facilement accessibles* » ;
- ✓ **Orientation n° 12 des Orientations de l'ESMA relatives aux obligations en matière de données de marché dans le cadre de MiFID II/MiFIR** concernant la terminologie clé normalisée dans le cadre des obligations de transparence ;
- ✓ **Orientation n° 13 des Orientations de l'ESMA relatives aux obligations en matière de données de marché dans le cadre de MiFID II/MiFIR** concernant l'unité de comptage normalisée dans le cadre des obligations de transparence ;
- ✓ **Orientation n° 14 des Orientations de l'ESMA relatives aux obligations en matière de données de marché dans le cadre de MiFID II/MiFIR** concernant le format de publication normalisé dans le cadre des obligations de transparence ; et
- ✓ **Orientation n° 15 des Orientations de l'ESMA relatives aux obligations en matière de données de marché dans le cadre de MiFID II/MiFIR** concernant l'indication des frais dans le cadre des obligations de transparence.

Fourniture des données de marché sur une base commerciale raisonnable

- ✓ **Article 13 du règlement MiFIR** concernant l'obligation de mise à disposition des données pré-négociation et post-négociation à des conditions commerciales raisonnables ;
- ✓ **Article 6 du règlement délégué (UE) n° 2017/567** concernant l'obligation de fournir les données de marché à des conditions commerciales raisonnables ;
- ✓ **Article 7 du règlement délégué (UE) n° 2017/567** concernant l'obligation de fournir les données de marché « *sur la base des coûts* » ;
- ✓ **Article 8 du règlement délégué (UE) n° 2017/567** concernant l'obligation de fournir les données de marché « *sur une base non discriminatoire* » ;
- ✓ **Article 9 du règlement délégué (UE) n° 2017/567** concernant les obligations relatives aux frais individuels ;
- ✓ **Article L. 533-12 du code monétaire et financier** disposant notamment que « *Toutes les informations, y compris les communications à caractère promotionnel, adressées par un prestataire de services d'investissement autre*

qu'une société de gestion de portefeuille à des clients, notamment des clients potentiels, présentent un contenu exact, clair et non trompeur [...] ».

- ✓ **Orientation n° 2 des Orientations de l'ESMA relatives aux obligations en matière de données de marché dans le cadre de MiFID II/MiFIR** indiquant quelles mesures devraient être prises par les fournisseurs de données de marché afin de satisfaire à l'obligation de fournir les données de marché « *sur la base des coûts* » ;
- ✓ **Orientations n° 4 à 7 des Orientations de l'ESMA relatives aux obligations en matière de données de marché dans le cadre de MiFID II/MiFIR** indiquant quelles mesures devraient être prises par les fournisseurs de données de marché afin de satisfaire à l'obligation de fournir les données de marché « *sur une base non discriminatoire* » ;
- ✓ **Orientations n° 8 à 10 des Orientations de l'ESMA relatives aux obligations en matière de données de marché dans le cadre de MiFID II/MiFIR** indiquant quelles mesures devraient être prises par les fournisseurs de données de marché afin de satisfaire à l'obligation de tarification individuelle.

Mise à disposition gratuite des données de marché 15 minutes après leur publication

- ✓ **Article 13 du règlement MiFIR** relatif notamment à l'obligation pour les fournisseurs de données de marché de mettre à disposition gratuitement les données pré-négociation et post-négociation ;
- ✓ **Orientations n° 17 à 19 des Orientations de l'ESMA relatives aux obligations en matière de données de marché dans le cadre de MiFID II/MiFIR** indiquant quelles mesures devraient être prises par les fournisseurs de données de marché afin de satisfaire à l'obligation de mettre gratuitement à disposition les données de marché 15 minutes après leur publication.

3. CONSTATS ET ANALYSES

À titre liminaire, il convient de souligner que, si l'ensemble des établissements du panel externalisent auprès d'un prestataire intragroupe des fonctions opérationnelles importantes liées à la fourniture de données de marché de leur(s) plateforme(s) de négociation, deux établissements ne disposaient d'aucun cadre contractuel adéquat leur permettant de s'assurer du respect des obligations réglementaires leur incombant.

Les constats qui sont développés dans cette synthèse appellent à un renforcement significatif et à une amélioration de la portée opérationnelle des dispositifs en place sur les thèmes suivants : *i) l'accessibilité, la clarté et la transparence des politiques relatives aux données de marché, ii) la fourniture des données de marché « sur une base commerciale raisonnable », impliquant l'obligation de fournir les données de marché « sur la base des coûts », « sur une base non discriminatoire » et « sur une base individuelle », ainsi que iii) la mise à disposition gratuite des données de marché 15 minutes après leur publication.*

3.1. ACCESSIBILITÉ, CLARTÉ ET TRANSPARENCE

La réglementation impose aux fournisseurs de données de marché des obligations de transparence relatives à la fourniture des données de marché. Il est ainsi attendu des opérateurs de marché et des entreprises d'investissement exploitant une plateforme de négociation qu'ils communiquent les prix et les autres conditions de la fourniture de données de marché (notamment les aspects techniques et contractuels) sous une forme aisément accessible au public. L'article 11 (2) du règlement délégué (UE) n° 2017/567 liste précisément les informations devant être communiquées par les fournisseurs de données de marché pour satisfaire à leurs obligations de transparence.

Les Orientations de l'ESMA formulent quant à elles des précisions concernant les attendus réglementaires en la matière. L'Orientation n° 1 précise ainsi sous quelle forme présenter les politiques relatives aux données de marché pour que celles-ci puissent être considérées comme « *claires et facilement accessibles* », tandis que les Orientations n° 12 à 15 préconisent l'adoption d'une terminologie clé, d'une unité de comptage et d'un format de publication normalisés et précisent la manière dont devraient être indiqués les frais relatifs aux données de marché. Enfin, l'Orientation n° 16 clarifie les exigences de transparence relatives aux pratiques d'audit et à la possibilité d'appliquer rétroactivement les frais des données de marché, qui devrait explicitement être présente au sein des contrats de licence relatifs à la fourniture de données de marché.

3.1.1. Accessibilité des politiques tarifaires

Concernant l'accessibilité des politiques tarifaires, la mission de contrôle s'est attachée à vérifier, en premier lieu, si les établissements du panel disposaient de telles politiques. La mission de contrôle a ensuite analysé l'emplacement de ces politiques tarifaires, afin notamment de vérifier que celles-ci, dans le cas où elles consisteraient en plusieurs documents, étaient accessibles à un seul et même emplacement.

De manière générale, les établissements du panel (à l'exception de l'un d'entre eux) ont mis en place un portail dédié à l'activité de fourniture de marché sur leur site internet, comprenant les différents documents constitutifs des politiques relatives aux données de marché et aux grilles tarifaires en vigueur. Ce portail dédié est facilement accessible depuis la page d'accueil des trois établissements concernés. En revanche, il convient de noter que l'un des établissements avait retenu un double emplacement pour ces documents, les conditions d'usage des données de marché et les grilles tarifaires afférentes étant disponibles sur des sites internet distincts.

✓ Rappel réglementaire

- Si la politique en matière de données de marché consiste en plusieurs documents, l'article 11 (1) du règlement délégué (UE) n° 2017/567, précisé par l'Orientation n° 1 de l'ESMA, « *impose aux fournisseurs de données de marché de l'indiquer clairement et de mettre tous ces documents à disposition en un seul endroit sur leur site web* ».

3.1.2. Clarté et transparence des politiques tarifaires

Au sujet de la clarté et de la transparence des politiques tarifaires, la mission de contrôle s'est attachée à vérifier :

- que les tarifs applicables aux différents usages et niveaux de granularité ainsi que de désagrégation offerts en matière de données de marché, ainsi que les contrats de licence applicables à la fourniture de données de marché, étaient mis à la disposition du public et rédigés de façon claire et non ambiguë ;
- que la notification préalable des futures modifications de prix par les fournisseurs de données de marché était réalisée au moins 90 jours avant leur entrée en vigueur ; et
- que les informations relatives au contenu des données de marché, aux revenus issus de leur fourniture et au mode de fixation des prix, incluant les méthodes de comptabilisation des coûts, étaient à disposition du public pour les exercices consécutifs à l'entrée en vigueur du règlement délégué (UE) n° 2017/567.

Au cours de ses investigations, la mission de contrôle a observé de nombreuses insuffisances et de potentiels manquements à la réglementation concernant la clarté et à la transparence des politiques tarifaires.

En premier lieu, trois des quatre établissements contrôlés n'indiquaient pas sous une forme aisément accessible au public les frais relatifs à certains usages. En particulier, deux d'entre eux indiquaient que les tarifs associés à

certain usages des données de marché étaient disponibles sur demande auprès de leur service commercial. En deuxième lieu, l'ensemble des établissements n'avait pas pleinement respecté, au sein des politiques tarifaires mises à disposition du public, le principe de désagrégation des données de marché issu notamment des articles 12 de MiFIR, 10 et 11 (2) a) du règlement délégué (UE) n° 2017/567 et de l'article 1 du règlement délégué (UE) n°2017/572. En troisième lieu, un établissement n'avait prévu aucun mécanisme de notification préalable des futures modifications de prix des données de marché tandis que deux établissements avaient contractuellement prévu un délai de 60 jours pour la notification des futures modifications de prix, inférieur aux 90 jours réglementaires. En quatrième lieu, l'intégralité du panel avait omis de publier (ou avait publié des éléments erronés) certains des éléments requis par les dispositions de l'article 11 (2) c) et d) du règlement délégué (UE) n° 2017/567, ou n'avait publié aucun de ces éléments pour plusieurs exercices. En cinquième lieu, un des établissements communiquait des renseignements largement insuffisants concernant le mode de fixation des prix, y compris les méthodes de comptabilisation des coûts utilisées et les principes spécifiques d'allocation des coûts liés aux données de marché. En dernier lieu, la mission de contrôle a relevé qu'un des membres du panel ne communiquait aucune information, au sein de la politique relative aux données de marché ou des contrats de licence en vigueur, quant à la possibilité d'appliquer rétroactivement les frais de données de marché dans le cas où un client aurait eu un usage indu (c'est-à-dire non contractualisé) des données de marché fournies. Le recours à cette modalité par l'établissement concerné a pourtant été observé par la mission de contrôle.

Tableau n° 2 : Accessibilité, clarté et transparence des politiques relatives aux données de marché

Thématique / Etablissement	Établissement A	Établissement B	Établissement C	Établissement D
Existence d'usages pour lesquels les frais ne sont pas spécifiés (« frais sur demande »)	Non	Oui	Non	Oui
Notification préalable des évolutions tarifaires ≥ 90 jours	Non	Non	Oui	Non
Respect du principe de désagrégation des données	Incomplet	Non	Incomplet	Incomplet

De même, la mission de contrôle a relevé quelques mauvaises pratiques parmi les établissements retenus dans le cadre de cette série de contrôles SPOT, dans le sens où les modalités mises en œuvre pourraient compliquer le respect de la réglementation. Ainsi, chez un des établissements contrôlés, la grille tarifaire en vigueur présentait une complexité importante avec un nombre conséquent de modalités tarifaires, ce qui ne facilite pas sa compréhension et pourrait causer le recours à des usages surdimensionnés au regard de l'activité et des besoins des clients achetant des données de marché auprès de ce fournisseur. De plus, la granularité de la procédure de désagrégation des données de marché est apparue insuffisante pour l'ensemble des membres du panel, qu'il s'agisse par exemple d'une distinction entre données pré et post-négociation, entre classes d'actifs ou encore par plateforme de négociation.

Toutefois, un certain nombre de bonnes pratiques ont également été identifiées parmi les établissements contrôlés. Ainsi, deux des membres du panel mettent à disposition de leurs potentiels clients un formulaire permettant à ces derniers de spécifier l'usage projeté des données de marché, en plus de publication des modèles types de contrat de licence et des politiques tarifaires, afin d'identifier le plus précisément possible les besoins des éventuels clients. Par ailleurs, un établissement contrôlé publie les évolutions de la politique relative aux données

de marché et des tarifs pratiqués 120 jours avant leur entrée en vigueur, soit 30 jours plus tôt que ce qui est requis par la réglementation.

Tableau n° 3 : Accessibilité, clarté et transparence des politiques relatives aux données de marché

Thématique/ établissement	Etablissement A	Etablissement B	Etablissement C	Etablissement D
Publication d'un rapport de transparence annuel	Oui	Oui	Oui	Oui
Exhaustivité et exactitude des rapports de transparence	Non	Non	Non	Non
Information sur les politiques d'audit et de pénalité	Non	Non	Oui	Non

Ce même établissement met également à disposition des documents permettant d'identifier les modifications (« *track-changes* ») entre les différentes versions des contrats de licence et des politiques tarifaires. En outre, un des membres du panel a mis en place au sein de sa politique relative aux données de marché deux catégories d'usages dédiées et réservées aux clients non professionnels, visant à prendre en compte les contraintes et les spécificités de ces acteurs. Enfin, l'ensemble des membres du panel avaient opté pour la publication d'un document (dénommé « rapport de transparence ») visant à répondre aux obligations de transparence introduites notamment par l'article 11 du règlement délégué (UE) n° 2017/567. La centralisation de ces éléments au sein d'un document unique, au-delà des considérations relatives à l'exhaustivité et l'exactitude des informations publiées, constitue une bonne pratique. Enfin, deux des établissements contrôlés avaient aligné leur politique relative aux données de marché sur la terminologie et les définitions proposées à l'annexe I des Orientations de l'ESMA.

✓ **Rappels réglementaires :**

- L'article 12 (1) de MiFIR impose aux fournisseurs de données de marché de « [mettre] à la disposition du public, en séparant les données pré-négociation et post-négociation, les informations publiées conformément aux articles 3, 4 et 6 à 11. [...] »¹².
- L'article 10 (2) du règlement délégué (UE) n° 2017/567 dispose que « [...] 2. Les prix des données de marché sont fixés sur la base du niveau de désagrégation de ces données prévu à l'article 12, paragraphe 1, du règlement (UE) no 600/2014 ».
- L'article 11 (1) du règlement délégué (UE) n° 2017/567 impose aux fournisseurs de données de marché de communiquer « les prix et les autres conditions de la fourniture des données de marché sous une forme aisément accessible au public ».
- L'article 11 (2) du règlement délégué (UE) précise que ces « informations comprennent :
 - a) les tarifs en vigueur, notamment :
 - les frais individuels d'utilisation de l'affichage,
 - les frais non liés à l'affichage,
 - les politiques de réduction des prix,
 - les frais liés aux conditions d'octroi de licence,
 - les frais relatifs aux données de marché pré-négociation et post-négociation,
 - les frais afférents à d'autres sous-ensembles d'informations, y compris celles requises conformément au règlement délégué (UE) 2017/572 de la Commission (5),
 - les autres clauses et conditions contractuelles concernant les tarifs en vigueur ;
 - b) la notification préalable, au minimum 90 jours à l'avance, des futures modifications de prix;
 - c) des renseignements sur le contenu des données de marché, y compris :
 - i) le nombre d'instruments couverts,
 - ii) le volume d'échanges total concernant les instruments couverts,
 - iii) le ratio entre les données de marché pré-négociation et post-négociation,
 - iv) des renseignements sur les données éventuellement fournies en plus des données de marché,
 - v) la date de la dernière adaptation des frais de licence pour les données de marché fournies ;
 - d) les recettes tirées de la mise à disposition des données de marché et leur proportion dans le total des recettes de l'opérateur de marché, de l'entreprise d'investissement exploitant une plate-forme de négociation ou de l'internalisateur systématique ;
 - e) des renseignements sur le mode de fixation des prix, y compris les méthodes de comptabilisation des coûts utilisées et les principes spécifiques d'allocation des coûts communs directs et variables et de répartition des coûts communs fixes entre la production et la diffusion de données de marché et les autres services fournis par l'opérateur de marché, l'entreprise d'investissement exploitant une plate-forme de négociation ou l'internalisateur systématique. »

¹² À la lumière du Q&A de l'Esma « Market Structure », « (Level at which disaggregation is required Article 12 of MiFIR and RTS 14 18/11/2016): [...] "Question 1 [Last update: 18/11/2016] Will disaggregation be required at the level of the market operator or at the level of each trading venue?" "Answer 1 Disaggregation is required at the level of each trading venue for which the market operator or investment firm operating a trading venue has received a specific authorisation under MiFID II".

- L'article 1 (1) du règlement délégué (UE) n°2017/572 dispose notamment que « 1. Les opérateurs de marché et les entreprises d'investissement exploitant une plateforme de négociation mettent à disposition du public, sur demande, les informations publiées en vertu des articles 3, 4 et 6 à 11 du règlement (UE) no 600/2014 en proposant les données de pré-négociation et de post-négociation sous une forme désagrégée selon les critères suivants:

a) la nature de la catégorie d'actif [...]; b) le pays d'émission pour les actions et les titres de dette souveraine; c) la monnaie dans laquelle l'instrument financier est négocié; d) le fait que l'instrument fasse l'objet d'enchères quotidiennes ou qu'il soit coté en continu [...] ».

✓ **Mauvaises pratiques :**

- Mettre en place une politique tarifaire particulièrement complexe pouvant entraîner de potentiels surcoûts pour les clients des données de marché.
- Ne pas proposer la désagrégation des données de marché pré et post négociation en fonction des plateformes de négociation opérées, ou limiter la désagrégation des données à seulement certaines des plateformes opérées par l'établissement.

✓ **Bonnes pratiques :**

- Mettre à disposition des prospects un questionnaire visant à évaluer le plus précisément possible leurs besoins en matière de fourniture de données de marché en amont de la signature du contrat de licence.
- Adopter un délai de notification préalable des modifications de prix supérieur aux exigences établies par l'article 11 (2) b) du règlement délégué (UE) n° 2017/567, qui introduit un délai minimal de 90 jours.
- Mettre à disposition du public des documents permettant de visualiser aisément les modifications entre différentes versions des contrats de licence et des politiques tarifaires (versions « *track-changes* »).
- Disposer au sein de la politique relative aux données de marché de catégories d'usages réservées aux clients non professionnels.
- Centraliser au sein d'un unique document les informations publiées en vue de répondre aux obligations de transparence introduites notamment par l'article 11 du règlement délégué (UE) n° 2017/567, et rendre ce document facilement accessible.
- Adopter la terminologie et les définitions publiées à l'annexe I des Orientations de l'ESMA au sein de la politique relative aux données de marchés.

3.2. FOURNITURE DES DONNÉES DE MARCHÉ SUR UNE BASE COMMERCIALE RAISONNABLE

La réglementation impose également la fourniture des données de marché sur une base commerciale raisonnable, conformément aux dispositions introduites par l'article 6 du règlement délégué (UE) n° 2017/567. La notion de base commerciale raisonnable est précisée notamment par les articles 7 à 9 de ce même règlement délégué et repose également sur le respect des obligations de transparence en matière contractuelle et tarifaire évoquées précédemment et développées à l'article 11.

Ainsi, la notion de base commerciale raisonnable est notamment fondée sur le respect :

- de l'obligation de fournir des données de marché sur la base des coûts de production et de diffusion de ces données, définie à l'article 7 du règlement délégué (UE) n° 2017/567 et clarifiée par les Orientations n° 2 et n° 3 de l'ESMA ;
- de l'obligation de fournir les données de marché sur une base non discriminatoire, définie à l'article 8 du règlement délégué (UE) n° 2017/567 et précisées par les Orientations n° 4 à 7 de l'ESMA ; et
- des obligations relatives à la mise en place de frais individuels (ou frais par utilisateurs), définies à l'article 9 du règlement délégué (UE) n° 2017/567 et clarifiées par les Orientations n° 8 à 10 de l'ESMA.

3.2.1. Fourniture des données de marché sur la base des coûts

L'article 7 du règlement délégué (UE) n° 2017/567 introduit l'obligation de fournir les données de marché sur la base des coûts de production et de diffusion de ces données. Cette obligation est assortie de la possibilité pour les opérateurs de plateformes de négociation d'inclure une marge raisonnable ainsi qu'une part adéquate des coûts communs supportés par ces derniers pour la fourniture d'autres services.

Les dispositions de cet article sont clarifiées par les Orientations n° 2 et n° 3 de l'ESMA. L'Orientation n° 2 apporte des précisions sur les méthodes de comptabilisation et d'allocation des coûts. Une distinction est opérée entre coûts directs et indirects, mais également entre coûts variables et fixes, ainsi que sur les modalités de détermination et de communication de la marge pratiquée. Les conditions permettant d'encadrer la façon dont d'éventuelles clauses de pénalité pourraient être appliquées dans le cas où une violation du contrat de licence aurait été démontrée sont également clarifiées à l'Orientation n° 3.

Concernant la fourniture des données de marché sur la base des coûts, les pratiques observées parmi les membres du panel sont hétérogènes, s'agissant aussi bien des modalités de communication relatives au coût des données de marché (voir partie 3.1.2) que de la méthodologie retenue pour déterminer et allouer les coûts afférents à cette activité. Dans ce cadre, la mission s'est attachée à analyser le modèle d'allocation des coûts à cette activité par les établissements retenus dans le cadre du panel ainsi que le niveau de marge pratiqué, en lien avec la fixation des prix à des conditions commerciales dites raisonnables. Cette analyse repose principalement sur les éléments mis à disposition du public en vue de répondre aux exigences de transparence introduites par l'article 11 du règlement délégué (UE) n° 2017/567. La mission de contrôle s'est également appuyée sur des échanges avec les membres du panel et la transmission de documents plus détaillés par certains d'entre eux.

Des réunions ont été organisées avec les équipes de la direction financière de plusieurs des établissements, afin de préciser les clés d'allocation retenues et la prise en compte de l'amortissement des investissements au titre des coûts de production et de diffusion des données de marché. De façon générale, les établissements considèrent que la fourniture de données de marché est intrinsèquement liée à l'activité de négociation. Par conséquent, une part des coûts fixes et variables liés au fonctionnement des plateformes serait affectée à la fourniture de données de marché par les membres du panel ayant été en mesure de communiquer à la mission de contrôle des éléments sur l'allocation des coûts (deux des quatre établissements retenus).

À travers les investigations conduites, la mission a constaté certains manquements potentiels mais également un nombre important de mauvaises pratiques, au regard notamment de l'Orientation n° 2 de l'ESMA, ainsi que quelques bonnes pratiques.

Tableau n° 4 : Fourniture des données de marché sur la base des coûts

Thématique / Etablissement	Établissement A	Établissement B	Établissement C	Établissement D
Est-ce que le prix des données de marché est fondé sur les coûts de production et de diffusion de ces données ?	Oui	Non	Oui	Non
Est-ce que l'établissement communique sur l'existence d'une marge ?	Non	Oui	Oui	Oui
Dans l'affirmative, les modalités de détermination de cette marge sont-elles suffisamment expliquées ?	N/A	Non	Non	Non

En premier lieu, s'agissant des possibles manquements observés, comme évoqué au sein de la partie 3.1.2, un des établissements contrôlés publie des éléments largement insuffisants concernant la détermination du prix des données de marché et indique fonder les prix de ces données sur les tarifs pratiqués par son prestataire intra-groupe pour des données similaires. De même, un deuxième établissement n'était pas en mesure de prouver que le prix des données de marché fournies était basé sur le coût de production et de diffusion des données de marché. Ce faisant, ces deux membres du panel ne fonderaient pas les prix des données de marché sur la base des coûts de production et de diffusion de ces données.

En deuxième lieu, concernant les mauvaises pratiques identifiées, seul un établissement ne communique pas auprès du public sur l'existence d'une marge. De même, aucun des établissements ne précise de façon suffisante les modalités de détermination de cette marge, alors que l'Orientation n° 2 de l'ESMA indique que « *Les fournisseurs de données de marché devraient expliquer, dans leurs méthodes, si une marge est incluse et de quelle manière celle-ci a été déterminée* ». Concernant l'allocation des coûts, deux des établissements contrôlés n'ont pas été en mesure de communiquer des éléments permettant d'apprécier la méthodologie retenue, ce qui constitue également une mauvaise pratique. Parmi les membres du panel ayant transmis des éléments détaillés, la mission de contrôle a observé que l'un d'entre eux ne distinguait pas entre les coûts de production et de diffusion des données de marché.

Tableau n° 5 : Fourniture des données de marché sur la base des coûts

Thématique / Etablissement	Établissement A	Établissement B	Établissement C	Établissement D
Méthode d'allocation des coûts à la fourniture de données de marché ?	Oui	Non	Oui	Non
Dans l'affirmative, méthode non basée sur la part des revenus de négociation ?	Oui	/	Non	/
Prise en compte des investissements liés à la / aux plateforme(s) de négociation ?	Non	/	Oui	/
Si oui, est-ce que l'amortissement de ces investissements est pris en compte ?	/	/	Non	/

Chez un autre établissement, l'approche retenue concernant l'allocation des coûts à la fourniture de données de marché ne tenait pas compte de l'amortissement des investissements liés à la plateforme de négociation et aux différents maillons de la chaîne de négociation, alors que l'Orientation n°2 de l'ESMA préconise que « *si un*

fournisseur de données de marché alloue une partie de ses investissements dans les infrastructures informatiques aux coûts de production et de diffusion des données de marché, il devrait envisager d'amortir ces investissements lors de l'allocation de ces coûts ». De même, chez cet établissement, la quasi-totalité des lignes de coûts a été allouée à la fourniture de données de marché selon une clé de répartition correspondant à la part des revenus de négociation par rapport aux revenus totaux du groupe, tandis que l'Orientation n° 2 de l'ESMA précise que « les fournisseurs de données de marché ne devraient pas utiliser les recettes générées par les différents services et activités de leur entreprise comme principe d'allocation, car cette pratique va à l'encontre de l'obligation de fixer des frais de données de marché [...] sur la base des coûts de production et de diffusion des données de marché ».

En dernier lieu, au titre des bonnes pratiques constatées, un des établissements contrôlés dispose d'une méthodologie d'allocation des coûts liée aux données de marché qui ne repose pas sur les recettes produites par les différents services mais sur l'affectation de chaque salarié à une activité selon une clé forfaitaire.

✓ **Rappels réglementaires :**

- L'article 7 du règlement délégué n° 2017/567 établit que :
 - « 1. Le prix des données de marché est basé sur le coût de production et de diffusion de ces données et peut inclure une marge raisonnable.
 - 2. Le coût de production et de diffusion des données de marché peut inclure une part adéquate des coûts communs supportés par les opérateurs de marché, les entreprises d'investissement exploitant une plateforme de négociation ou les internalisateurs systématiques pour la fourniture d'autres services. »

✓ **Mauvaises pratiques :**

- Ne pas indiquer si une marge est incluse et de quelle manière celle-ci a été déterminée
- Ne pas distinguer, au sein de la politique ou des grilles tarifaires relatives aux données de marché, entre les coûts de production et de diffusion des données de marché
- Ne pas préciser la façon dont les frais sont appliqués lorsqu'un client a différentes utilisations simultanées des données de marché
- Utiliser comme clé de répartition la part des revenus de négociation afin d'allouer les coûts à l'activité de fourniture de données de marché
- Ne pas prendre en compte l'amortissement des investissements liés à la plateforme de négociation lorsque ceux-ci sont partiellement alloués à l'activité de fourniture de données de marché au titre des coûts communs partagés

✓ **Bonne pratique :**

- Disposer d'une méthodologie d'allocation des coûts liée aux données de marché qui ne repose pas sur les recettes produites par les différents services mais sur l'affectation de chaque salarié à l'activité de fourniture de données de marché selon une clé forfaitaire.

3.2.2. Fourniture des données de marché sur une base non-discriminatoire

L'article 8 du règlement délégué (UE) n° 2017/567 établit l'exigence de fourniture des données de marché sur une base non discriminatoire, qui repose sur trois facteurs. Tout d'abord, les fournisseurs de données de marché doivent élaborer des catégories de clients fondées sur des critères objectifs et rendus publics, au sein desquelles les données de marché sont mises à disposition au même prix et dans les mêmes conditions. De plus, les différences tarifaires pratiquées entre les différentes catégories de clients doivent être proportionnelles à la valeur que les données de marché possèdent pour les clients, compte tenu de la portée et de l'échelle de ces données, mais également de l'utilisation qui en est faite, en distinguant, par exemple, entre le cas d'un usage strictement interne ou celui d'une revente ou d'une agrégation ultérieure de ces données. Enfin, les fournisseurs de données de marché sont tenus de disposer de capacités modulables afin de garantir aux clients un accès rapide, à tout moment et sur une base non discriminatoire aux données de marché.

Les exigences de fourniture des données de marché sur une base non discriminatoire sont précisées par les Orientations n° 4 à n° 7 de l'ESMA.

L'Orientation n° 4 clarifie principalement la façon dont les catégories de clients des données de marché devraient être établies, en indiquant que les critères devraient être « *fondés sur des éléments factuels, facilement vérifiables et suffisamment généraux pour se rapporter à plus d'un client* » et suffisamment explicites pour « *que les clients soient en mesure de comprendre de quelle catégorie ils relèvent* ». Elle indique également que les politiques relatives aux données de marché devraient expliquer les frais et conditions applicables à chaque catégorie et justifier toute différenciation de ces éléments. Enfin, cette Orientation précise que toute modification des politiques donnant lieu à un changement de la catégorisation des clients devrait être justifiée sur la base de motifs objectifs. L'Orientation n° 5 précise la façon dont les politiques relatives aux données de marché devraient traiter de frais appliqués aux clients relevant potentiellement de plus d'une catégorie de clients. L'Orientation n° 6 spécifie que les clients relevant de la même catégorie devraient se voir proposer les mêmes options techniques, ces dernières ne devant permettre aucun avantage déloyal par exemple en matière de latence ou de connectivité. Enfin, l'Orientation n° 7 est relative aux éventuelles réductions de prix des données de marché, qui devraient également respecter le principe de non-discrimination établi à l'article 8 du règlement délégué (UE) n° 2017/567 et développé à l'Orientation n° 4 de l'ESMA.

Afin d'apprécier la fourniture des données de marché sur une base non discriminatoire par les membres du panel, la mission de contrôle a analysé les politiques tarifaires ainsi que les contrats de licence en vigueur pour l'ensemble des établissements contrôlés. En outre, les inspecteurs ont examiné un échantillon de facturations adressées à des clients par deux des établissements contrôlés, afin de contrôler le respect du principe de fourniture des données de marché sur une base non discriminatoire.

Il apparaît que seuls deux des quatre établissements ont mis en place des politiques tarifaires granulaires visant à distinguer entre différentes catégories de clients, en fonction de la profondeur et de l'échelle des données de marché ou entre différents cas d'usage¹³. Ainsi, il ressort des échanges avec ces deux membres du panel que les différences entre les prix facturés aux diverses catégories de clients ont pour objectif d'être proportionnelles à la valeur que les données de marché possèdent pour ces clients.

¹³ En distinguant notamment entre les utilisations strictement internes et les possibilités de mise à disposition des données en vue d'une commercialisation ultérieure par un redistributeur ou afin de créer des produits à valeur ajoutée.

À l'inverse, au titre des manquements potentiels, les deux autres établissements n'avaient pas mis en place de critères objectifs et publics permettant de définir les diverses catégories de clients au sein desquelles les prix et conditions de mise à disposition des données de marché doivent être identiques. De même, ces fournisseurs n'avaient pas établi de modalités tarifaires permettant de démontrer que les différences entre les prix facturés sont proportionnelles à la valeur des données de marché pour les clients concernés, compte tenu de la portée et de l'échelle de ces données ainsi que de l'utilisation qui en est faite par les acheteurs. Par ailleurs, un de ces deux établissements ne distinguait pas dans ses facturations, les sommes perçues au titre de la fourniture de données de marché de celles qui avaient été perçues au titre d'autres services, ce qui ne permettait pas de démontrer le caractère non discriminatoire de la tarification relative aux données de marché. En outre, un des membres du panel avait introduit des différences tarifaires non publiques entre plusieurs catégories de clients pour des données de marché identiques et un même usage de celles-ci.

Tableau n° 6 : Fourniture des données de marché sur une base non discriminatoire

Thématique / Etablissement	Établissement A	Établissement B	Établissement C	Établissement D
Catégories de clients : critères objectifs, publics et généraux	Oui	Non	Oui	Non
Tarifs des données de marché en fonction de l'usage qui en est fait par le client, eu égard à :				
La portée et l'échelle des données de marché	Oui	Non	Oui	Non
Leur usage interne ou en vue d'une redistribution	Oui	Non	Oui	Non

S'agissant des mauvaises pratiques, la mission de contrôle a relevé qu'un des membres du panel avait mis en place des exemptions tarifaires concernant un nombre restreint d'usages des données de marché pour certaines catégories de clients ayant recours à d'autres prestations offertes par l'établissement qui, bien que rendues publiques et conformément à l'Orientation n° 4 de l'ESMA « *fondé[e]s sur des éléments factuels, facilement vérifiables et suffisamment généraux pour se rapporter à plus d'un client* », pourraient constituer un avantage financier pour certains clients. De plus, deux des établissements ne précisaient pas au sein de leur politique relative aux données de marché de quelle manière les frais sont appliqués lorsqu'un client a recours à différentes utilisations simultanées des données de marché. Enfin, un des membres du panel avait défini des catégories de clients sur la base de critères objectifs et rendus publics, mais ne justifiait pas suffisamment les différences tarifaires pratiquées entre ces catégories, par exemple selon l'échelle et l'usage fait des données de marché.

✓ **Rappels réglementaires :**

- L'article 8 (1) du règlement délégué (UE) n° 2017/567 impose aux fournisseurs de données de marché de mettre « *les données de marché à disposition au même prix et dans les mêmes conditions pour tous les clients entrant dans une même catégorie conformément à des critères objectifs et rendus publics* ».
- L'article 8 (2) du même règlement délégué établit que « *les différences entre les prix facturés aux diverses catégories de clients sont proportionnelles à la valeur que les données de marché possèdent pour ces clients, compte tenu : a) de la portée et de l'échelle des données, y compris du nombre d'instruments financiers couverts et de leur volume de négociation ; b) de l'utilisation faite par l'acheteur des données, notamment s'il s'en sert pour ses propres activités de négociation ou à des fins de revente ou d'agrégation des données.* »

✓ **Mauvaises pratiques :**

- Mettre en place des exemptions tarifaires pour certaines catégories de clients ayant recours à d'autres prestations non liées à la fourniture de données de marché qui, bien que rendues publiques et fondées sur des éléments factuels facilement vérifiables et suffisamment généraux pour se rapporter à plus d'un client-pourraient constituer un avantage financier pour certains clients.
- Ne pas préciser au sein de la politique relative aux données de marché de quelle manière les frais sont appliqués lorsqu'un client a recours à différentes utilisations simultanées des données de marché.
- Ne pas suffisamment justifier les différences tarifaires pratiquées entre les diverses catégories de clients, par exemple en fonction de l'échelle ou de l'usage qui est fait des données de marché.

3.2.3. Fourniture des données de marché sur une base individuelle

L'article 9 du règlement délégué (UE) n° 2017/567 établit en son paragraphe (1) des exigences relatives à la mise en place d'une tarification des données de marché en fonction de l'usage qu'en fait chaque utilisateur final, ce qui correspond à une tarification « sur la base de frais individuels ». Ce paragraphe impose aux fournisseurs de données de marché de prendre des dispositions permettant de garantir que « *chaque utilisation des données de marché ne soit facturée qu'une seule fois* ». Le paragraphe (2) de l'article 9 précité introduit, par dérogation aux dispositions du paragraphe (1), la possibilité pour les fournisseurs de données de marché « *de ne pas mettre les données de marché à disposition sur une base individuelle lorsque le fait de les facturer sur cette base est disproportionné par rapport au coût de leur mise à disposition, eu égard à leur échelle et à leur portée* ». Le paragraphe (3) impose quant à lui aux fournisseurs de données de marché ayant recours à la dérogation introduite par le paragraphe (2) de motiver « *leur refus de mettre les données de marché à disposition sur une base individuelle et publient ces motifs sur leur page web* ».

Les exigences relatives à la fourniture de données de marché sur une base individuelle, introduites par l'article 9 précité, sont précisées par les Orientations n° 8 à n° 10 de l'ESMA. L'Orientation n° 8 apporte des clarifications sur la définition de la tarification individuelle et la notion d'unité de comptage par utilisateur actif. L'Orientation n° 9 établit que « *les fournisseurs de données de marché devraient veiller à ce que les conditions d'éligibilité à la tarification individuelle ne requièrent que ce qui est nécessaire pour la rendre accessible* » et introduit à ce titre deux critères : la capacité du client à « *déterminer correctement le nombre d'utilisateurs actifs qui auront accès aux données au sein de l'organisation* » et à « *déclarer au fournisseur de données de marché le nombre d'utilisateurs actifs* ». Enfin, l'Orientation n° 10 précise les conditions d'application du paragraphe (3) de l'article 9 du règlement délégué (UE) n° 2017/567 en indiquant notamment que les fournisseurs de données de marché, en cas de refus de mise en place de la tarification individuelle, devraient préciser clairement « *les caractéristiques spécifiques de leur modèle d'entreprise qui rendent l'adoption de la tarification individuelle disproportionnée et pourquoi celles-ci rendent l'adoption du modèle irréalisable* ».

La mission a contrôlé si les établissements retenus au titre du panel offraient à leurs clients et prospects la possibilité de mettre en place une tarification sur la base de frais individuels. Dans les cas où cette modalité tarifaire était proposée, la mission de contrôle a vérifié si cette possibilité était offerte à l'ensemble des catégories de clients ou si certaines catégories étaient exclues. Dans le cas où la tarification individuelle était proposée mais pouvait être refusée à certains clients, des vérifications ont été menées afin de vérifier que les raisons de ce refus étaient motivées de façon publique sur le site web des fournisseurs de données concernés.

De façon similaire, pour les membres du panel ayant décidé de faire usage de la dérogation introduite au paragraphe (2) de l'article 9 du règlement délégué (UE) n° 2017/567 et de ne mettre en place la tarification sur la base de frais individuels pour aucun de leurs clients, la mission a contrôlé que les établissements avaient justifié publiquement les raisons de ce refus sur leur site web. Enfin, pour l'ensemble des établissements retenus au sein du panel, la mission de contrôle a vérifié si des dispositions avaient été prises pour que chaque utilisation des données de marché ne soit facturée qu'une seule fois

Tableau n° 7 : Fourniture des données de marché sur une base individuelle

Critère / Établissement	Établissement A	Établissement B	Établissement C	Établissement D
Tarification individuelle proposée par le fournisseur de données de marché	Non	Non	Oui	Non
Si oui, est-il possible de la refuser à certains clients / catégories de clients ?	/	/	Oui	/
Si oui, les critères de refus sont-ils motivés publiquement ?	/	/	Non	/
Si non, le refus de la mettre en place est-il motivé publiquement ?	Non	Non	/	Non

Les diligences conduites ont révélé une mauvaise application de la réglementation, trois des quatre établissements contrôlés ne proposant pas la mise en place d'une tarification individuelle des données de marché sans toutefois motiver sur leur site internet les raisons pour lesquelles ils refusent de mettre à disposition les données de marché sur la base de frais individuels.

Ainsi, cette modalité tarifaire n'est offerte que par un des établissements du panel, qui se réserve au titre du paragraphe (2) de l'article 9 du règlement délégué (UE) n° 2017/567 le droit de la refuser à certains clients s'il estime que le coût de mise en place de la facturation individuelle est disproportionné par rapport au coût de mise à disposition des données et qui exclut d'emblée certaines catégories de clients (comme les clients non professionnels). Concernant cet établissement, la mission de contrôle s'est également attachée à vérifier que les conditions d'éligibilité à la tarification individuelle n'étaient pas excessives, au regard des précisions apportées par l'Orientations n° 9 de l'ESMA. Il s'est avéré que ce fournisseur de données de marché se réservait le droit de refuser cette modalité tarifaire à certains clients de façon discrétionnaire sans rendre publics les critères à partir desquels les coûts de mise en place de la tarification sur la base de frais individuels pourraient être jugés disproportionnés au regard des coûts de fourniture des données. La revue des critères d'éligibilité appliqués par cet établissement a également révélé le recours à des conditions pouvant être considérées comme ne relevant pas des éléments strictement nécessaires à la mise en place de la tarification sur la base de frais individuels¹⁴. Enfin, trois établissements n'ont pas prévu de dispositions permettant de garantir que chaque utilisation des données de marché ne soit facturée qu'une seule fois.

✓ **Rappels réglementaires :**

¹⁴ L'Orientations n° 9 de l'ESMA indique notamment que « [l]es fournisseurs de données de marché devraient veiller à ce que les conditions d'éligibilité à la tarification individuelle ne requièrent que ce qui est nécessaire pour la rendre accessible »

- L'article 9 (1) du règlement délégué (UE) n° 2017/567 impose aux fournisseurs de données de marché de « *facture[r] l'utilisation des données de marché en fonction de l'usage qu'en fait chaque utilisateur final (« sur une base individuelle »). Les opérateurs de marché et entreprises d'investissement exploitant une plateforme de négociation et les internalisateurs systématiques prennent des dispositions pour que chaque utilisation des données de marché ne soit facturée qu'une seule fois ».*

Si un fournisseur de données de marché met à disposition les données de marché sur une base individuelle, les dispositions de l'article 9 (1) du règlement délégué (UE) n° 2017/567 précisées par l'Orientation n° 9 de l'ESMA établissent que « *les conditions d'éligibilité à la tarification individuelle ne requièrent que ce qui est nécessaire pour la rendre accessible* », à savoir la capacité du client à « *déterminer correctement le nombre d'utilisateurs actifs qui auront accès aux données au sein de l'organisation* » et à « *déclarer au fournisseur de données de marché le nombre d'utilisateurs actifs* ».

- Si l'article 9 (2) du règlement délégué (UE) n° 2017/567 donne la possibilité aux fournisseurs de données de marché de « *décider de ne pas mettre les données de marché à disposition sur une base individuelle lorsque le fait de les facturer sur cette base est disproportionné par rapport au coût de leur mise à disposition, eu égard à leur échelle et à leur portée* », l'article 9 (3) exige que les fournisseurs de données de marché « *motivent leur refus de mettre les données de marché à disposition sur une base individuelle et publient ces motifs sur leur page web* ».

3.3. MISE À DISPOSITION GRATUITE DES DONNÉES DE MARCHÉ DIFFÉRÉES

L'article 13 de MiFIR introduit pour les opérateurs de plateformes de négociation une exigence de fourniture gratuite des données pré et post-négociation différées, c'est-à-dire des données de marché mises à disposition auprès du public – et donc de l'ensemble des clients, y compris professionnels - 15 minutes après leur publication. Cette exigence réglementaire est précisée par les Orientations n° 17 à n° 19 de l'ESMA, qui clarifient également certaines dispositions des articles 64 et 65 de MiFID II applicables aux dispositifs de publication agréés (APA) et aux fournisseurs de système consolidé de publication (CTP).

Dans le cadre de cette série de contrôles SPOT, les établissements retenus au titre du panel opèrent un total de 10 marchés, dont 4 SMN et 3 SON. Les diligences conduites par la mission de contrôle se sont par conséquent inscrites dans le cadre des obligations introduites par l'article 13 de MiFIR.

En matière d'accès aux données, l'Orientation n° 17 précise qu'il « *convient de donner accès gratuitement aux données différées à tous les clients, y compris aux clients professionnels* » et donne la possibilité aux fournisseurs de données de marché de « *demande un simple enregistrement dans le but de contrôler qui a accès aux données différées, à condition que les données restent facilement accessibles à tout utilisateur* ». S'agissant du contenu des données, l'ensemble « *des systèmes de négociation exploités par les plates-formes de négociation* » devrait être couvert par la publication différée, en incluant *a minima* l'ensemble des « *champs pertinents aux fins des obligations de transparence post-négociation [...], tels que spécifiés dans les RTS 1 et 2* ». Pour les données pré-négociation, « *il est jugé suffisant d'inclure uniquement les premiers meilleurs prix affichés à l'offre et à la demande disponibles et l'importance des intentions de négociation à ces prix* ».

L'Orientation n° 18 est relative à la disponibilité et au format des données différées. Elle précise notamment que les données différées devraient être « *fournies dans un format lisible par machine* » afin de permettre

« d'automatiser l'extraction des données ». Concernant les données post-négociation, l'Orientation n° 18 établit qu'elles doivent être disponibles « pour tous les instruments négociés combinés (ou une catégorie d'instruments), mais pas uniquement pour un seul instrument » au moins « jusqu'à minuit le jour ouvrable suivant pour permettre à un utilisateur de lancer l'extraction des données ». Les données pré-négociation devraient être « disponibles jusqu'à ce que l'offre ou la demande de prix suivante la plus récente soit disponible [...] ou, en l'absence d'une telle mise à jour, jusqu'à minuit le jour ouvrable suivant. »

Enfin, l'Orientation n° 19 clarifie les notions de redistribution des données et de services à valeur ajoutée et précise que « [s]ans préjudice des dispositions légales interdisant aux fournisseurs de données de marché de facturer l'utilisation de données différées », les opérateurs de plates-formes de négociation peuvent « dans de rares cas, facturer des frais » par exemple si « un utilisateur de données différées redistribue ces données contre une rémunération » ou « crée des services à valeur ajoutée au moyen de ces données [...] contre rémunération ». L'Orientation n° 19 établit également que « la redistribution des données doit être comprise comme un modèle commercial consistant à vendre les données différées sous une forme inchangée à des tiers ». Enfin, elle évoque la notion de service à valeur ajoutée comme « la création d'un produit réalisé à partir de données différées brutes, par exemple en agrégeant [...] différentes sources ou en créant des séries historiques, ou en les combinant avec d'autres informations, et en les proposant comme un produit à des tiers. »

Afin de vérifier le respect de ces obligations, la mission de contrôle s'est en premier lieu attachée à analyser les modalités de mise à disposition des données différées, avant de contrôler par échantillon l'exigence de mise à disposition gratuite dans un délai de 15 minutes. Une grande disparité dans les dispositifs techniques des établissements ainsi que des insuffisances en matière d'enregistrement des publications n'ont pas permis à la mission de contrôle de réaliser les diligences prévues pour trois établissements.

3.3.1. Modalités de mise à disposition gratuite des données différées

D'une part, deux des membres du panel ont indiqué avoir adopté un système selon lequel les données différées étaient publiées « immédiatement » de façon gratuite (dit système « *lift and shift* ») sans attendre les 15 minutes réglementaires. Cependant, aucun de ces deux établissements n'a été en mesure d'apporter la preuve technique que les données étaient bien publiées selon les modalités annoncées, en l'absence de solution technique permettant d'horodater cette publication ou de la comparer avec les données issues de la plateforme de négociation. En outre, la mission a relevé que ces deux établissements indiquaient mettre à disposition les données de marché pendant une durée de 24 heures, ce qui s'avère inférieur aux préconisations de l'Orientation n° 18 de l'ESMA. Qui plus est, aucun de ces membres du panel ne conservait des indications quant à la fin de la mise à disposition gratuite des données de marché pré et post-négociation, ce qui n'aurait par conséquent pas permis la vérification de cette affirmation.

Par ailleurs, un de ces deux établissements avait mis en place un contrôle non automatisé (intervention humaine) pour vérifier l'identité et l'objectif des personnes désireuses d'accéder aux données différées. L'Orientation n° 17 de l'ESMA indique pourtant qu'il « convient de donner accès gratuitement aux données différées à tous les clients, y compris aux clients professionnels. Les fournisseurs de données de marché peuvent demander un simple enregistrement dans le but de contrôler qui a accès aux données différées, à condition que les données restent facilement accessibles à tout utilisateur ».

D'autre part, les deux autres membres du panel ont indiqué publier les données différées dans le délai des 15 minutes réglementaires. Cependant, aucun de ces deux établissements n'a communiqué les éléments qui auraient

permis à la mission de contrôle de vérifier cette affirmation sur la base d'échantillons en raison de modalités techniques empêchant la comparaison entre les données issues de la plateforme publiées en temps réel, la publication des données différées et la fin de mise à disposition de celles-ci. Il convient de préciser que la mission de contrôle a pu vérifier la possibilité d'extraire les données sur les plateformes opérées par ces deux établissements sous 15 minutes.

Ainsi, quelle que soit la modalité de publication des données différées (immédiate ou dans les 15 minutes), pour trois des quatre établissements contrôlés, l'absence de traçabilité et de conservation des informations relatives aux publications relève d'une mauvaise pratique.

Tableau n° 8 : Modalités de mise à disposition gratuite des données différées

Critère / Établissement	Établissement A	Établissement B	Établissement C	Établissement D
Selon l'établissement, publication des données différées :	Sous 15 minutes	Immédiate « Lift & shift »	Sous 15 minutes	Immédiate « Lift & shift »
Selon l'établissement, durée de mise à disposition des données pré-négociation :	Minuit jour de bourse +1 ou évolution ¹⁵	24h	Minuit jour de bourse +1 ou évolution ⁸⁵	24h
Selon l'établissement, durée de mise à disposition des données post-négociation :	Minuit jour de bourse +1	24h	Minuit jour de bourse +1	24h
Traçabilité et conservation des informations relatives aux publications	Oui	Non	Non	Non

S'agissant des bonnes pratiques, la mission de contrôle a relevé que l'ensemble du panel indiquait donner la possibilité d'automatiser l'extraction des données différées mises à disposition du public gratuitement, selon un format lisible par machine. Par ailleurs, concernant la mise à disposition des données différées pré-négociation, un des établissements contrôlés offrait une profondeur et une visibilité sur le carnet d'ordres importantes à travers notamment la mise à disposition des 10 meilleures offres de prix proposées à l'achat et à la vente.

3.3.2. Analyse par échantillon du respect des exigences relatives aux données différées

En raison de l'hétérogénéité importante des dispositifs employés, cette vérification n'a pu être conduite que pour un établissement contrôlé, ce qui témoigne des insuffisances du panel à démontrer le respect des obligations relatives à la publication des données de marché différées.

Pour cet établissement, un test portant sur un total de 180 ordres et transactions a été réalisé :

- pour 100 % des transactions et ordres, les informations concernant les données pré et post-négociation sont mises à disposition gratuitement dans le délai de 15 minutes imposé par la réglementation ;

¹⁵ Les données pré-négociation devraient être « disponibles jusqu'à ce que l'offre ou la demande de prix suivante la plus récente soit disponible [...] ou, en l'absence d'une telle mise à jour, jusqu'à minuit le jour ouvrable suivant. »

- pour 100 % des transactions et ordres, les informations concernant les données pré et post-négociation sont mises à disposition durant des périodes correspondant à celles préconisées par l'ESMA dans son Orientation n° 18.

✓ **Mauvaises pratiques :**

- Ne pas disposer de modalités techniques permettant de comparer la publication à titre onéreux et la publication gratuite des données différées (horodatage des publications)
- Ne pas disposer de modalités techniques permettant de comparer la publication gratuite et la fin de mise à disposition des données différées (horodatage des publications)
- Ne pas mettre à disposition les données différées post-négociation jusqu'à minuit le jour ouvrable suivant
- Ne pas mettre à disposition les données différées pré-négociation jusqu'à minuit le jour ouvrable suivant ou jusqu'à ce qu'elles soient remplacées par une meilleure offre ou demande de prix plus récente
- Mise en place d'un contrôle non automatisé (intervention humaine) pour vérifier l'identité et l'objectif des personnes désireuses d'accéder aux données différées

✓ **Bonnes pratiques :**

- Possibilité d'automatiser l'extraction des données différées mises à disposition du public gratuitement, selon un format lisible par machine
- Concernant les données différées pré-négociation, mettre à disposition une profondeur et une visibilité sur le carnet d'ordres plus importante que ce qui est requis par les dispositions réglementaires, à travers la mise à disposition des 10 meilleures offres de prix proposées à l'achat et à la vente