



European Securities and
Markets Authority

Orientations

Calibrage des coupe-circuits et publication des paramètres de suspension de la négociation au titre de la MiFID II



Table des matières

1	Champ d'application	3
2	Définitions	4
3	Objet	5
4	Obligations de conformité et de déclaration	6
4.1	Statut des orientations	6
4.2	Obligations de déclaration	6
5	Orientations sur l'article 48, paragraphe 5, de la directive MiFID II	7
5.1	Calibrage des paramètres de volatilité	7
5.2	Communications externes sur le déclenchement des suspensions de négociation ..	9

1 Champ d'application

Qui?

1. Les présentes orientations s'appliquent aux plates-formes de négociation qui autorisent ou permettent le recours au trading algorithmique dans leurs systèmes ainsi qu'aux autorités compétentes.

Quoi?

2. Les présentes orientations précisent les dispositions de l'article 48, paragraphe 5, de la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE (MiFID II)¹.
3. Les présentes orientations ne sont pas limitées à une catégorie particulière de coupe-circuits et s'appliquent indistinctement à tous les mécanismes que les plates-formes de négociation pourraient éventuellement mettre en place conformément à l'article 48, paragraphe 5, de la directive MiFID II.

Quand?

4. Les présentes orientations s'appliquent à compter du 3 janvier 2018.

¹ JO L 173 du 12.6.2014, p. 349-496.

2 Définitions

5. Sauf indication contraire, les termes employés dans la directive MiFID II revêtent la même signification dans les présentes orientations. En outre, les définitions suivantes s'appliquent:

Coupe-circuits

Mécanismes mis en place par les plates-formes de négociation conformément à l'article 48, paragraphe 5, de MiFID II pour suspendre ou limiter temporairement la négociation en cas de fluctuation importante des prix d'un instrument financier.

Suspensions de négociation

Les suspensions de la négociation comprennent les types de mécanismes suivants:

- des mécanismes qui interrompent la négociation en continu, englobant:
 - des mécanismes par lesquels la négociation s'arrête sur une valeur donnée et pendant une certaine période durant laquelle aucune transaction n'est réalisée et aucun nouveau prix n'est déterminé, et
 - des mécanismes par lesquels la négociation passe d'une négociation en continu à une phase d'enchère. Cela peut se produire à la suite d'une transaction ou de l'introduction d'un ordre qui aboutirait à une transaction en dehors des seuils de prix statiques prédéterminés par la plate-forme de négociation;
- des mécanismes qui prolongent la période d'enchères programmées ou non programmées en cas d'écart de prix par rapport à un prix de référence prédéfini à la fin de la phase d'enchère.

3 Objet

6. Les présentes orientations ont pour objet d'élaborer des normes communes dont les plates-formes de négociation doivent tenir compte pour le calibrage de leurs coupe-circuits et, plus généralement, pour assurer une application cohérente des dispositions de l'article 48, paragraphe 5, de la MiFID II.

4 Obligations de conformité et de déclaration

4.1 Statut des orientations

7. Le présent document contient des orientations élaborées en application de l'article 48, paragraphe 13, de MiFID II et complétées par des orientations émises conformément à l'article 16 du règlement (UE) n° 1095/2010 (règlement de l'ESMA)². Conformément à l'article 16, paragraphe 3, du règlement de l'ESMA, les autorités compétentes et les participants aux marchés financiers doivent tout mettre en œuvre pour respecter les orientations et recommandations.
8. Les autorités compétentes auxquelles les orientations s'appliquent devraient s'y conformer en les incorporant dans leurs pratiques de supervision, y compris lorsque des orientations particulières exposées dans le document visent principalement les participants aux marchés financiers.

4.2 Obligations de déclaration

9. Les autorités compétentes auxquelles les présentes orientations s'appliquent doivent notifier à l'ESMA si elles se conforment ou ont l'intention de se conformer aux orientations, en indiquant les motifs justifiant la non-conformité, dans un délai de deux mois à compter de la date de leur publication par l'ESMA, dans toutes les langues officielles de l'Union européenne, à l'adresse smk@esma.europa.eu. À défaut d'une réponse à l'échéance de ce délai, il sera considéré que les autorités compétentes ne se conforment pas aux orientations. Un modèle de notification est disponible sur le site web de l'ESMA.
10. Les participants aux marchés financiers n'ont pas d'obligation de notifier s'ils se conforment ou non aux présentes orientations.

² Règlement (UE) n° 1095/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers), modifiant la décision n° 716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/77/CE de la Commission (JO L 331 du 15.12.2010, p. 84).

5 Orientations sur l'article 48, paragraphe 5, de la directive MiFID II

5.1 Calibrage des paramètres de volatilité

11. Les coupe-circuits mis en place par les plates-formes de négociation utilisent des prix de référence qui reflètent le comportement de volatilité de l'instrument concerné de manière fiable et cohérente et, le cas échéant, doivent pouvoir s'appuyer sur des références externes.

12. Les plates-formes de négociation calibrent leurs coupe-circuits selon une méthodologie prédéfinie et statistiquement étayée, en tenant compte de la liste d'éléments non exhaustive suivante, le cas échéant:

- **La nature de l'instrument financier:** afin de tenir compte de manière adéquate de la nature de l'instrument financier, les plates-formes de négociation calibrent les coupe-circuits au moins au niveau d'une catégorie d'instruments financiers et, si nécessaire, à un niveau plus précis prenant en considération, de manière combinée, les autres paramètres décrits ci-dessous. À cette fin, les catégories d'instruments financiers sont:
 - pour les instruments financiers autres que des actions et instruments assimilés, au niveau des catégories d'actifs définies à l'annexe III des normes techniques de réglementation (RTS 2)³ relatives à la transparence des instruments financiers autres que des actions et instruments assimilés (c'est-à-dire les obligations, les produits financiers structurés, les instruments dérivés titrisés, les instruments dérivés sur taux d'intérêt, les instruments dérivés sur actions, les contrats dérivés sur matières premières, les dérivés de change, les instruments dérivés de crédit, les instruments dérivés visés à l'annexe I, section C, point 10, de MiFID II, les contrats financiers pour différences et les quotas d'émission); et,
 - pour les instruments de capitaux propres, au niveau des catégories d'instruments financiers décrites à l'annexe III, tableau 2 des RTS 1⁴ relatives à la transparence des instruments de capitaux propres sous le champ «Identifiant MiFIR» (c'est-à-dire, les actions, les certificats représentatifs, les fonds cotés, les certificats préférentiels et les autres instruments financiers assimilables à des actions).

³ Règlement délégué (UE) 2017/583 de la Commission du 14 juillet 2016 complétant le règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers par des normes techniques de réglementation relatives aux obligations de transparence applicables aux plates-formes de négociation et aux entreprises d'investissement pour les obligations, produits financiers structurés, quotas d'émission et instruments dérivés (JO L 87 du 31.3.2017, p. 229-349).

⁴ Règlement délégué (UE) 2017/587 de la Commission du 14 juillet 2016 complétant le règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers par des normes techniques de réglementation relatives aux obligations de transparence applicables aux plates-formes de négociation et aux entreprises d'investissement pour les actions, certificats représentatifs, fonds cotés, certificats préférentiels et instruments financiers analogues, et aux obligations d'exécution des transactions sur certaines actions via une plate-forme de négociation ou par un internalisateur systématique (JO L 87 du 31.3.2017, p. 387-410).

- **le profil de liquidité et le niveau de cours de l'instrument financier:** les plates-formes de négociation calibrent leurs coupe-circuits en tenant compte de la liquidité de l'instrument financier, de l'existence de modèles de liquidité clairs ainsi que des changements possibles de liquidité en raison d'événements préétablis tels que de nouvelles émissions ou des opérations sur titres attendues.

Les plates-formes de négociation appliquent en particulier des paramètres plus serrés aux instruments considérés comme liquides. Le calibrage tient compte des droits de souscription et des instruments à faible niveau de cours en permettant l'application de paramètres plus larges;

- **le profil de volatilité de l'instrument financier:** le calibrage des coupe-circuits est appuyé par une étude statistique prenant en considération la volatilité antérieure dans le but de permettre aux plates-formes de négociation de déduire la volatilité future.

Les plates-formes de négociation peuvent prendre en considération des mesures telles que la volatilité de l'instrument financier d'un jour à l'autre, l'écart absolu maximal intrajournalier et la fréquence attendue d'activation du mécanisme;

- **le déséquilibre entre l'offre et la demande:** les plates-formes de négociation déterminent les circonstances dans lesquelles des déséquilibres significatifs entre l'offre et la demande ou des circonstances exceptionnelles exigent le recalibrage des paramètres des coupe-circuits. Le cas échéant, les plates-formes de négociation peuvent recalibrer manuellement leurs paramètres selon une procédure prédéfinie et dans le but de réduire au minimum la durée de l'interruption de la négociation;
- **le mode et les règles de la plate-forme de négociation:** les plates-formes de négociation appliquent des paramètres de coupe-circuits plus stricts aux systèmes de négociation à carnet d'ordres à enchères continues et systèmes de négociation dirigés par les prix. Les plates-formes de négociation peuvent calibrer les paramètres de volatilité différemment selon la phase de négociation;
- **les références internes:** les coupe-circuits sont calibrés au moyen de prix de référence statiques (par exemple, prix d'ouverture, prix de clôture ou prix d'enchère intrajournalier) et dynamiques (par exemple, le dernier prix négocié ou le prix moyen sur une certaine période), à moins que la plate-forme de négociation ne puisse démontrer à son autorité nationale compétente que la volatilité est correctement gérée avec seulement des seuils statiques ou dynamiques;
- **les références externes:** les plates-formes de négociation doivent, lors du calibrage des paramètres de volatilité, considérer, mais ne pas nécessairement répliquer, la corrélation statistique entre les instruments, en particulier dans les situations d'actifs croisés (par exemple, produits au comptant et contrats à terme) et les situations de marchés croisés (par exemple, les instruments multi-cotés), et les mécanismes de gestion de la volatilité sur les marchés dans lesquels ces instruments sont négociés. Pour les plates-formes de négociation exploitant des systèmes de négociation sur la base d'un prix de référence, la

référence valide est le marché primaire ou le marché le plus pertinent en termes de la liquidité visé à l'article 4, paragraphe 1, du règlement (UE) n° 600/2014⁵. À ces fins, les plates-formes de négociation peuvent avoir recours à des informations publiques gratuites sur les instruments financiers et les plates-formes de négociation qu'elles jugent pertinentes;

- **la durée des suspensions:** les plates-formes de négociation peuvent faire preuve de souplesse lors de la détermination de la durée des interruptions de volatilité et introduire un certain degré d'aléatoire sur la durée d'une suspension spécifique de négociation. Dans ce cas, les plates-formes de négociation définissent et communiquent à leurs membres et participants le délai minimal et maximal prévu pour reprendre la négociation après une interruption;
- **les instruments nouvellement émis:** les plates-formes de négociation calibrent les paramètres de volatilité grâce à des estimations qui tiennent compte d'une comparaison entre paires d'instruments financiers similaires ayant a priori un modèle de liquidité similaire fondé sur la capitalisation boursière attendue, le secteur industriel ou la taille de l'émission escomptés.

13. Lors du calibrage de leurs coupe-circuits, les plates-formes de négociation tiennent compte du nombre de fois où le mécanisme a été utilisé au cours des années précédentes sur leurs plates-formes.

5.2 Communications externes sur le déclenchement des suspensions de négociation

14. Les plates-formes de négociation rendent immédiatement publics le déclenchement d'une suspension des négociations par les moyens habituellement utilisés pour publier les informations de pré et post-négociations [ce qui devrait être clairement différencié des suspensions de négociation prévues aux articles 32 et 52 et de l'article 69, paragraphe 2, point m), de MiFID II], le type de suspension de négociation, la phase de négociation au cours de laquelle elle a été déclenchée, l'extension de la suspension et la fin de la suspension.

⁵ Règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 (JO L 173 du 12.6.2014, p. 84).