

# RÉVISION DE MiFID II ET MiFIR

## Note de présentation

---

### OBJECTIFS DE LA RÉVISION

La révision conjointe de MiFID II ([Directive \(UE\) 2024/790 modifiant la Directive 2014/65/UE](#)) et de MiFIR ([Règlement \(UE\) 2024/791 modifiant le Règlement \(UE\) 600/2014](#)), publiée en mars 2024, est intervenue dans un contexte marqué par la volonté de l'Union européenne de renforcer l'intégration et l'attractivité de ses marchés de capitaux. Cette révision avait notamment pour ambition de faciliter l'accès à des données de marché de qualité, indispensable au bon fonctionnement des marchés, à la protection des investisseurs et à la compétitivité internationale de l'UE.

Dès 2020, le Conseil et la Commission avaient en effet souligné l'insuffisance du cadre de transparence issu de MiFID II, en particulier l'absence d'un système consolidé de publication (CT) comparable aux infrastructures d'information financière disponibles sur d'autres grandes places. Alors que MiFIR posait déjà en 2014 l'architecture théorique d'une CT, plusieurs obstacles ont empêché son émergence : absence d'obligation de contribuer aux données, hétérogénéité de la qualité des données, multiplicité des licences nécessaires, et incertitude économique pour un opérateur potentiel.

La révision de MiFIR a ainsi visé à lever ces obstacles structurels. Elle instaure une contribution obligatoire aux données pour les plateformes de négociation et les dispositifs de publication agréés (APA), harmonise la qualité des données (contenu, format, synchronisation des horloges professionnelles) et organise une procédure de sélection compétitive permettant la désignation, pour cinq ans, d'un fournisseur de CT unique par classe d'actifs (actions/ETF, obligations, dérivés). L'objectif est de permettre à l'ensemble des participants du marché, professionnels, investisseurs de détail, régulateurs, universitaires, d'accéder à un flux consolidé fiable, lisible et comparable entre lieux d'exécution, améliorant ainsi la transparence et l'efficacité des marchés.

Au-delà de l'architecture CT, la révision a également modernisé le régime de transparence pré- et post-négociation, en simplifiant les dérogations, en harmonisant les règles entre États membres et en réduisant les divergences d'interprétation. Elle a adapté le statut d'internalisateur systématique, renforcé les exigences de gouvernance et de gestion des systèmes multilatéraux, et supprimé des mécanismes peu efficaces, comme le *reporting* de meilleure exécution dit RTS 28.

Enfin, la révision s'est inscrite dans une logique transversale d'amélioration de la qualité et de la cohérence des données réglementaires, en rapprochant les habilitations techniques de MiFIR de celles d'EMIR et SFTR. Elle ouvre ainsi la voie à une rationalisation future du *reporting* des transactions, aujourd'hui fragmenté et coûteux.

Dans ce cadre général, la présente note de l'AMAFI vise à exposer de manière pédagogique les principales évolutions introduites par la révision de MiFID II et MiFIR.

## CALENDRIER ET ENTRÉE EN APPLICATION DES DISPOSITIONS

- ▶ MiFIR, le règlement, est entré en application le 28 mars 2024. L'ESMA a publié [plusieurs communications](#) afin d'expliquer le calendrier de mise en œuvre des différentes dispositions.
- ▶ MiFID II, la directive, est en voie de transposition par [la loi DADDUE](#) (la date limite de transposition, fixée au 29 septembre 2025, étant dépassée).
- ▶ La Commission européenne a par ailleurs décidé de déprioriser certains actes de niveau 2 de MiFID II et MiFIR ([AMAFI / 25-77](#)).
- ▶ Dans ce contexte, l'Annexe 1 de ce document recense les actes de niveau 2 de MiFID II et MiFIR révisés avec la date d'entrée en application des différentes mesures.

## Table des matières

Objectifs de la révision .....	1
Calendrier et entrée en application des dispositions.....	2
Glossaire.....	5
I. Structure de marché.....	8
A. Définition et périmètre des systèmes multilatéraux .....	8
B. Règles des trois membres significativement actifs .....	8
C. Microstructure marchés actions : pas de cotation .....	8
D. Internalisateur systématique .....	8
E. Exemptions d’agrément en tant qu’entreprise d’investissement .....	10
F. <i>Open Access</i> – Exclusion des dérivés listés .....	11
G. Coupe-circuits.....	11
II. Obligations de négociation.....	12
A. Obligation de négociation des actions - <i>Share trading obligation</i> (STO) .....	12
B. Obligation de négociation des dérivés - <i>Derivative trading obligation</i> (DTO) .....	12
III. Transparence.....	13
A. Actions et instruments assimilés.....	14
B. Obligations, produits structurés et quotas d’émission .....	16
C. Instruments dérivés et paquets d’ordres.....	18
D. Fin des calculs de transparence (FITRS) et recours aux données issues du <i>reporting</i> des transactions.....	21
IV. Systèmes consolidés de publication (CT) et données.....	22
A. Création de trois CT (actions/ETF, obligations, dérivés) .....	23
B. Contribution obligatoire des plateformes et APAs .....	23
C. Données de marché essentielles ou <i>core market data</i> .....	24
D. Données règlementaires ou <i>regulatory data</i> .....	24
E. Qualité des données.....	24
F. Sélection, agrément et supervision des CTP .....	25
G. Synchronisation des horloges professionnelles (RTS 25).....	26
H. Redistribution des revenus (CT Actions/ETFs) .....	26
I. Conditions commerciales raisonnables (RCB).....	27
V. Politique d’exécution des ordres et paiement pour flux d’ordres .....	27

A.	Suppression des RTS 27 et 28.....	27
B.	Information du client sur l'exécution.....	28
C.	Interdiction de recevoir des paiements pour l'orientation des ordres.....	28
D.	Évaluation et révision de la politique de meilleure exécution.....	28
VI.	<i>Reporting</i> des transactions.....	29
A.	Rationalisation du périmètre de <i>reporting</i> des dérivés.....	29
B.	Introduction de l'identifiant produit unique ou UPI.....	30
C.	Harmonisation EMIR/SFTR/MiFIR – Révision des RTS 22, 23 et 24.....	30
VII.	Recherche en investissement.....	31
A.	“Bundled research”.....	31
B.	Recherche sponsorisée.....	31
VIII.	Marchés de matières premières.....	32
A.	Limites et gestion de positions.....	32
B.	<i>Reporting</i> des positions.....	33
C.	Exemption pour activité accessoire.....	33
D.	Entité de collecte unique.....	33
	ANNEXE.....	35
	Normes techniques de niveau 2.....	35

## GLOSSAIRE

**AMF** – Autorité des marchés financiers

**APA** – *Approved Publication Arrangement* – Dispositif de publication agréé

**ARM** – *Approved Reporting Mechanism* – Mécanisme de déclaration agréé

**CCP** – *Central Counterparty* – Contrepartie centrale

**CE** – Commission européenne

**CLOB** – *Central Limit Order Book* – Carnet d'ordres centralisé

**CT** – *Consolidated Tape* – Système consolidé de publication

**CTP** – *Consolidated Tape Provider* – Fournisseur de système consolidé de publication

**DEA** – *Direct Electronic Access* – Accès électronique direct

**DPE** – *Designated Publishing Entity* – Entité de publication désignée

**DTO** – *Derivatives Trading Obligation* – Obligation de négociation des dérivés

**DVCAP** – *Double Volume Cap* – Mécanisme de double plafonnement des volumes des ordres pouvant déroger à la transparence pré-négociation pour les actions et instruments assimilés, prévu par l'article 5 de MiFIR avant sa révision.

**EBBO** – *European Best Bid and Offer* – Meilleure limite européenne (meilleur prix acheteur/vendeur consolidé)

**EI** – Entreprise d'investissement

**EROTC** – *Economically Equivalent OTC* – Contrat de gré à gré économiquement équivalent

**ETF** – *Exchange-Traded Fund* – Fonds indiciel coté

**EMIR** – *European Market Infrastructure Regulation* – Règlement européen [\(EU\) 648/2012](#) sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux

**ESMA** – *European Securities and Markets Authority* – Autorité européenne des marchés financiers (AEMF)

**FC** – *Financial Counterparty* – Contrepartie financière

**FITRS** – *Financial Instruments Transparency System* – Base de données européenne gérée par l'ESMA de résultats des calculs de transparence au titre de MiFIR

**NFC+** – *Non-Financial Counterparty above clearing threshold* – Contrepartie non-financière au-dessus du seuil de compensation

**IS** – Internaliseur systématique

**ISIN** – *International Securities Identification Number* – Code international d’identification des instruments financiers

**LEI** – *Legal Entity Identifier* – Identifiant unique attribué à une entité juridique

**LIS** – *Large in Scale* – Qualifie une transaction de taille élevée par rapport à la taille normale de marché

**MiFID II** – *Markets in Financial Instruments Directive* – Directive [2014/65/UE](#) concernant les marchés d’instruments financiers

**MiFIR** – *Markets in Financial Regulation* – Règlement [\(UE\) n° 600/2014](#) concernant les marchés d’instruments financiers

**MR** – Marché réglementé

**MRMTL** – *Most Relevant Market in terms of Liquidity* – Marché le plus pertinent en termes de liquidité

**MTF** – *Multilateral Trading Facility* – Système multilatéral de négociation

**ANC** – Autorité nationale compétente

**OMF** – *Order Management Facility* – Système de gestion des ordres avec affichage différé

**OTF** – *Organised Trading Facility* – Système organisé de négociation

**PFOF** – *Payment for Order Flow* – Paiement pour flux d’ordres

**PTRR** – *Post-Trade Risk Reduction* – Services de réduction des risques post-négociation

**RCB** – *Reasonable Commercial Basis* – Conditions commerciales raisonnables

**RFQ** – *Request for Quote* – Système de négociation par demande de prix

**RTS** – *Regulatory Technical Standards* – Normes techniques de réglementation

**RTS 1 et RTS 2** - Règlements délégués [\(UE\) 2017/587](#) et [\(UE\) 2017/583](#) complétant le règlement MiFIR (UE) n° 600/2014 par des normes techniques de réglementation relatives aux obligations de transparence applicables aux plates-formes de négociation et aux entreprises d’investissement, respectivement, pour les actions, certificats représentatifs, fonds cotés, certificats préférentiels et instruments financiers assimilés et pour les obligations, produits financiers structurés, quotas d’émission et instruments dérivés. Le Règlement délégué [\(UE\) 2025/1246](#) est venu modifier ces deux normes.

**RTS 27** – Publication trimestrielle par les lieux d’exécution de rapports relatifs à la qualité d’exécution des transactions réalisées sur leurs plates-formes, conformément à l’article 27(3) de MiFID II avant sa révision et au règlement délégué (UE) 2017/575 (dit « RTS 27 »).

**RTS 28** - Publication annuelle par les entreprises d’investissement des cinq principaux lieux d’exécution utilisés pour l’exécution des ordres de clients, conformément à l’article 27(6) de MiFID II avant sa révision et au règlement délégué (UE) 2017/576 (dit « RTS 28 »).

**SFTR** – *Securities Financing Transactions Regulation* – Règlement européen [\(UE\) 2015/2365](#) relatif à la transparence des opérations de financement sur titres et de la réutilisation et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012

**SMS** – *Standard Market Size* – Taille normale de marché

**SSTI** – *Size Specific to the Instrument* – Taille spécifique à l'instrument

**STO** – *Share Trading Obligation* – Obligation de négociation des actions

**TOTV** – *Traded on a Trading Venue* – Négocié sur une plateforme de négociation

**UPI** – *Unique Product Identifier* – Identifiant unique de produit

## I. STRUCTURE DE MARCHÉ

### A. DÉFINITION ET PÉRIMÈTRE DES SYSTÈMES MULTILATÉRAUX

Les autorités européennes, [notamment l'ESMA](#), ont constaté des divergences d'appréciation du périmètre des systèmes de négociation qui devaient s'enregistrer comme système multilatéraux.

Afin de mieux préserver l'égalité des conditions de concurrence au sein de l'UE et de garantir une application uniforme de cette obligation d'enregistrement, la définition des systèmes multilatéraux a été transférée de la directive vers le règlement : « *“système multilatéral” : un système ou un dispositif au sein duquel de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers peuvent interagir* »<sup>1</sup>.

### B. RÈGLES DES TROIS MEMBRES SIGNIFICATIVEMENT ACTIFS

L'obligation pour les MTFs et OTFs d'avoir au moins trois membres ou utilisateurs significativement actifs est étendue aux marchés réglementés.

### C. MICROSTRUCTURE MARCHÉS ACTIONS : PAS DE COTATION

MiFID II clarifie les règles d'application des pas de cotation lorsque le marché le plus pertinent en termes de liquidité se situe dans un pays tiers ([MiFID II, art. 49\(2\)](#)). Dans ce cas, les marchés réglementés de l'EEE sont désormais autorisés à appliquer le même pas de cotation que celui utilisé sur la plateforme tierce qui constitue le marché le plus liquide pour l'instrument concerné.

Cette possibilité vise principalement les actions dont le code ISIN est hors EEE, ainsi que les actions EEE négociées sur une plateforme d'un pays tiers dans la monnaie locale ou dans une monnaie non-EEE, visées par l'article 23(1)(a) de MiFIR (*Share Trading Obligation*).

L'objectif est d'éviter des divergences artificielles de microstructure entre l'UE et les marchés tiers dominants, et de maintenir la compétitivité des marchés européens lorsque la formation du prix s'établit en dehors de l'EEE.

## D. INTERNALISATEUR SYSTÉMATIQUE

### 1. Nouvelle définition et champ d'application

Le test quantitatif qui déclenchait jusqu'alors la qualification d'internalisateur systématique (IS) est supprimé. Une entreprise d'investissement est désormais considérée comme IS lorsqu'elle négocie de façon organisée, fréquente et substantielle, pour compte propre, des actions et instruments assimilés en exécutant les ordres des clients hors marché réglementé/MTF/OTF, ou lorsqu'elle choisit d'opter pour ce statut ([MiFID II, art. 4, 1. 20](#)).

---

<sup>1</sup> Règlement (UE) 2024/791, art. 2, paragraphe 1, 11).

Le régime IS est ainsi recentré sur les actions et instruments assimilés ; pour les autres instruments (obligations, dérivés, produits structurés, quotas d'émission), il n'existe plus de qualification automatique d'IS, mais les entreprises peuvent choisir de conserver ou prendre ce statut sur une base volontaire.

## 2. Fin du régime IS obligatoire pour les instruments autres que les actions et assimilés

Pour les instruments autres que les actions et instruments assimilés, les obligations de transparence pré-négociation liées au statut d'IS sont supprimées. Le législateur considère que les prix fournis aux clients sur ces instruments sont trop adaptés à chaque client pour apporter une réelle valeur informative au marché dans son ensemble. Les entreprises peuvent toutefois continuer à se déclarer IS sur ces segments pour des raisons commerciales, mais sans régime spécifique de transparence pré-négociation attaché au seul statut d'IS.

La transparence post-négociation sur les instruments autres que les actions et instruments assimilés est par ailleurs désormais organisée autour du régime des entités de publication désignées (DPE) (v. partie I, D, 5).

## 3. Transparence pré-négociation renforcée pour les actions

Les développements relatifs à la transparence pré-négociation des internalisateurs systématiques applicables aux actions et instruments assimilés sont présentés en section III, A, 1, b).

## 4. Mid-point matching sans contrainte

Les internalisateurs systématiques sont tenus de se conformer aux règles de pas de cotation applicables, par renvoi aux dispositions de MiFID II prévues pour les lieux de négociation (MiFID II, art. 49). Cependant, MiFIR prévoit qu'ils peuvent, sous certaines conditions, associer les ordres d'achat et de vente au point médian entre les prix acheteurs et vendeurs ayant cours (MiFIR, art. 17bis).

## 5. Entité de publication désignée (DPE)

Depuis la révision, l'obligation de transparence post-négociation des transactions non actions (MiFIR, art. 21) impose aux entreprises d'investissement de publier via un dispositif de publication agréé (APA), le prix, le volume et l'heure d'exécution, sous réserve des éventuels mécanismes de report (MiFIR, art. 11 et 11 bis), des transactions qu'elles concluent :

- portant sur des obligations, produits financiers structurés et quotas d'émission négociés sur une plate-forme de négociation, ainsi que
- certains contrats de dérivés de gré à gré (OTC) (MiFIR, art. 8 bis, paragraphe 2).

Sous le régime antérieur, certaines entreprises d'investissement adoptaient le statut d'IS uniquement afin de pouvoir publier les transactions réalisées pour leurs clients, alors même qu'elles n'exerçaient

pas d'activité de négociation systématique pour compte propre. L'IS était en effet tenu de réaliser de telles déclarations.

Afin d'y remédier, la révision de MiFIR a supprimé toute obligation de transparence post-négociation précédemment associée au statut d'IS et a introduit le statut d'entité de publication désignée (*Designated Publishing Entity* ou DPE) (*MiFIR, art. 21 bis*). Depuis le 3 février 2025, la publication post-négociation est confiée aux entreprises d'investissement qui ont pris le statut de DPE et uniquement sur les classes d'instruments pour lesquelles elles se sont déclarées<sup>2</sup>. Ces publications sont réalisées via un dispositif de publication agréé (APA).

Lorsqu'une des contreparties à une transaction est DPE, elle rend la transaction publique ; lorsqu'aucune n'est DPE ou que les deux le sont, la contrepartie vendeuse publie.

Le statut de DPE s'obtient par notification à l'autorité nationale compétente. L'ESMA tient un registre public répertoriant les entités agréées et pour chacune d'entre-elles, les classes d'instruments concernées. Ce registre est disponible dans un premier temps sur le site internet de l'ESMA au format CSV/XLSX et ce au moins jusqu'à la fin de l'année 2026, une intégration aux systèmes informatiques de l'Autorité étant attendue par la suite.

Par ailleurs, les DPE doivent également transmettre à l'ESMA certaines données de référence relatives aux dérivés de gré à gré (OTC) (*MiFIR, art. 27, paragraphe 1, troisième alinéa*).

## E. EXEMPTIONS D'AGRÈMENT EN TANT QU'ENTREPRISE D'INVESTISSEMENT<sup>3</sup>

### 1. Accès électronique direct à une plateforme de négociation (*Direct Electronic Access* ou DEA)

Les personnes négociant exclusivement pour compte propre et utilisant un accès électronique direct (DEA) à une plateforme de négociation ne sont plus tenues d'être agréées en tant qu'entreprises d'investissement (*MiFID II, art. 2(1)(d)(ii)*). Cette évolution corrige une asymétrie car les utilisateurs de DEA établis dans un pays tiers n'étaient pas soumis à une telle obligation.

Cette exemption est strictement limitée à l'obligation d'agrément. Toutes les autres exigences MiFID II restent applicables, ainsi que le respect des règles de la plateforme, l'entreprise d'investissement qui fournit le DEA devant s'assurer de la conformité de son client (*MiFID II, art. 17(5)*).

### 2. Entité non financière

L'exemption d'agrément décrite supra est étendue aux entités non financières qui sont membres ou participantes d'un marché réglementé ou d'un MTF lorsque leurs transactions :

---

<sup>2</sup> Les instruments actions concernés comprennent, les actions, certificat représentatifs, fonds négociés en bourse (ETF), certificats ainsi que les autres instruments financiers assimilés à des actions. Les instruments non actions couvrent les obligations, les produits indiciels sur matières premières cotés (ETC), les titres de créances cotés indexés (ETN), les dérivés de taux d'intérêt, les dérivés de crédit, les produits financiers structurés et les quotas d'émission.

<sup>3</sup> S'agissant des exemptions relatives aux activités sur matières premières, voir chapitre VIII, C).

- Relèvent de la gestion de la liquidité, ou
- Réduisent objectivement un risque directement lié à leur activité commerciale ou à leur financement de trésorerie, au niveau de l'entité ou de son groupe.

## F. OPEN ACCESS – EXCLUSION DES DÉRIVÉS LISTÉS

MiFIR avait instauré un régime d'accès non discriminatoire, dit « *open access* », entre plateformes de négociation et contreparties centrales (CCP), permettant à une plateforme de demander la compensation de ses instruments par la CCP de son choix et inversement à une CCP de compenser les instruments traités sur n'importe quelle plateforme (*MiFIR, art. 35 et 36*).

La révision met fin à l'application de ce régime pour les produits dérivés listés, le législateur constatant que (*MiFIR, cons. 38*) :

- le dispositif n'a jamais été opérationnel depuis 2018 ;
- les interconnexions entre CCP et plateformes créent des risques opérationnels et de gestion, notamment en cas de défaut d'un membre ;
- le modèle économique des dérivés listés repose sur un couplage étroit plateforme–CCP, incompatible avec un accès généralisé à des CCP concurrentes<sup>4</sup>.

Les marchés européens restent ainsi organisés autour de leur CCP attitrée, en ligne avec les pratiques internationales (États-Unis, Royaume-Uni), cette organisation étant susceptible d'évolution dans le cadre du paquet de la Commission européenne *Market Integration and Supervision*, en cours de discussion.

L'*open access* est en revanche maintenu pour les actions et ETF, dans un cadre strict et peu utilisé en pratique.

## G. COUPE-CIRCUITS

MiFID II impose aux marchés réglementés de disposer de mécanismes permettant de suspendre ou limiter la négociation en cas de volatilité extrême ou d'urgence, ainsi que, dans des cas exceptionnels, d'annuler, modifier ou corriger des transactions (*MiFID II, art. 48(5)*).

La révision renforce ce cadre : les opérateurs de marchés réglementés doivent publier davantage d'informations sur l'activation de ces mécanismes et appliquer des principes harmonisés fixés par des RTS (*MiFID II, art. 48(12)*). Les autorités nationales devront surveiller plus étroitement l'usage de ces dispositifs.

---

<sup>4</sup> Le législateur souligne que l'*open access* pouvait freiner l'innovation : une CCP concurrente aurait pu compenser un nouveau produit sans avoir investi dans son développement, créant un risque de *free-riding* et décourageant les plateformes de lancer de nouveaux dérivés.

## II. OBLIGATIONS DE NÉGOCIATION

### A. OBLIGATION DE NÉGOCIATION DES ACTIONS - *SHARE TRADING OBLIGATION (STO)*

L'obligation de négociation des actions (*MiFIR, art. 23*) impose que les transactions sur actions admises à la négociation soient exécutées sur un marché réglementé, un MTF, un internalisateur systématique ou une plateforme de pays tiers équivalente.

La révision clarifie le périmètre de cette obligation : seules les actions dont l'ISIN est émis dans l'EEE et qui sont négociées sur une plateforme de l'Union sont soumises à la STO. Cette précision, déjà appliquée par l'ESMA, est désormais inscrite dans MiFIR afin d'assurer une interprétation uniforme et de sécuriser le cadre dans le contexte post-Brexit.

Demeurent par ailleurs exemptées de la STO les transactions sur actions principalement négociées sur un marché hors EEE dans la devise locale ou dans une devise non-EEE, ainsi que les transactions techniques ne contribuant pas à la découverte du prix<sup>5</sup>.

### B. OBLIGATION DE NÉGOCIATION DES DÉRIVÉS - *DERIVATIVE TRADING OBLIGATION (DTO)*

Les dérivés de gré à gré soumis à l'obligation de compensation EMIR doivent être négociés sur une plateforme : c'est la *Derivative Trading Obligation (MiFIR, art. 28)*.

À la suite d'EMIR Refit<sup>6</sup>, qui a réduit le nombre d'entités soumises à l'obligation de compenser leurs transactions sur dérivés, la révision réaligne le périmètre de la DTO sur celui de l'obligation de compensation, afin d'assurer une cohérence de traitement. Désormais, seules les contreparties financières (ou FC) et les contreparties non financières importantes (ou NFC+), c'est-à-dire les contreparties effectivement soumises à l'obligation de compensation d'EMIR, sont tenues de respecter la DTO. Ce changement met fin à la situation où certaines petites entités exemptées de compensation restaient néanmoins soumises à l'obligation de négociation<sup>7</sup>.

La révision crée aussi des mécanismes de suspension. L'ESMA ou la Commission peuvent ainsi suspendre temporairement la DTO en cas de suspension de l'obligation de compensation EMIR<sup>8</sup> ou pour préserver la liquidité et la stabilité financière (*MiFIR, cons. 36*).

À la demande d'une autorité nationale, une suspension ciblée de l'obligation de négociation, peut être mise en place, indépendamment de celle de compensation, pour certaines entreprises de tenue de marché fortement exposées à des flux hors EEE (*MiFIR, cons. 37*). En pratique, cette possibilité

<sup>5</sup> RTS 1, art. 2.

<sup>6</sup> Le règlement (UE) 2019/834 du Parlement européen et du Conseil a modifié le règlement EMIR (UE) n° 648/2012

<sup>7</sup> Modification de l'article 1, 3) de MiFIR.

<sup>8</sup> Celle-ci pouvant intervenir lorsque les critères sur la base desquels des catégories spécifiques de produits dérivés de gré à gré ont été soumises à l'obligation de compensation ne sont plus remplis, ou lorsque cette suspension est considérée comme nécessaire pour éviter une grave menace pour la stabilité financière de l'Union (*Règlement (UE) n° 648/2012, art. 6bis*).

initiée par les acteurs en 2021 est sur le point d’aboutir avec la publication par la Commission d’un [projet d’acte d’exécution](#) autorisant la suspension ciblée de certaines contreparties financières.

### III. TRANSPARENCE

La notion de transparence recouvre les informations rendues publiques avant la négociation (prix et quantités affichés : transparence pré-négociation) et après l’exécution d’une transaction (prix, volume et heure d’exécution : transparence post-négociation).

La transparence pré-négociation est due par les opérateurs de marché et les entreprises d’investissement (EI) exploitant une plateforme de négociation, ainsi que les IS.

La transparence post-négociation est due par les opérateurs de marché mais aussi par les EI qui concluent des transactions, y compris les IS. Cette transparence post-négociation ne doit pas être confondue avec les déclarations<sup>9</sup> dues par les EI aux autorités relatives aux transactions qu’elles ont exécutées (*MiFIR, art. 26*).

En pratique, la transparence pré et post-négociation contribue à la découverte des prix, renforce la confiance des investisseurs et assure une concurrence équitable entre les différents lieux d’exécution (MR, MTF, OTF, IS).

Le cadre MiFID II / MiFIR révisé distingue les obligations de transparence en fonction des types d’instrument :

- les actions et instruments assimilés (actions, certificats représentatifs, ETF, certificats préférentiels)<sup>10</sup> ;
- les instruments autres que les actions (obligations, produits financiers structurés et quotas d’émission) ;
- les instruments dérivés (dérivés de taux, de crédit, sur actions, de change ou sur matières premières) ;
- les paquets d’ordres<sup>11</sup> (soit l’exécution conjointe de plusieurs instruments par exemple un swap de taux combiné à un swap de change, ou une stratégie multi-jambes).

---

<sup>9</sup> « *Transaction reporting* » en anglais.

<sup>10</sup> [Règlement délégué \(UE\) 2025/1246](#) modifiant les normes techniques de réglementation définies dans les règlements délégués [\(UE\) 2017/583](#) et [\(UE\) 2017/587](#), dits RTS 1 (actions et assimilés) et RTS 2 (obligations, produits financiers structurés et quotas d’émission).

<sup>11</sup> Voir [AMAFI / 25-56](#) et rapport final “[MiFIR Review Final Report On transparency for derivatives, package orders and input/output data for the derivatives consolidated tape](#)”.

## A. ACTIONS ET INSTRUMENTS ASSIMILÉS

### 1. Transparence pré-négociation des actions et instruments assimilés

Pour les actions, certificats représentatifs, ETFs et instruments assimilés, les plateformes (MR et MTF) doivent publier en continu les prix acheteurs et vendeurs ainsi que les quantités disponibles, y compris les indications d'intérêt exécutables (*MiFIR, art. 3*). Ces informations soutiennent directement la formation des prix.

La révision recentre la transparence pré-négociation sur les systèmes contribuant effectivement à la découverte du prix, c'est-à-dire les carnets d'ordres centralisés (CLOB) et enchères périodiques. Les autres systèmes (notamment certaines formes d'appariement interne) sortent du périmètre.

#### a) *Dark trading* : simplification du mécanisme de plafonnement des dérogations à la transparence pré-négociation

Des dérogations à la transparence pré-négociation peuvent être accordées par les autorités compétentes aux plateformes (*MiFIR, art. 4*) :

- Dont les ordres sont négociés sur la base d'un prix importé, c'est-à-dire un prix de référence largement diffusé, à condition que la transaction soit effectuée au prix médian constaté sur le marché d'admission du titre ou sur celui le plus pertinent en termes de liquidité ou, en cas d'indisponibilité, le prix d'ouverture ou de clôture (dérogation dite de *reference price*),
- Dont les ordres sont appariés comme étant des transactions négociées<sup>12</sup>,
- Dont les ordres sont d'une taille élevée par rapport à la taille normale de marché (ordres dits « *large in scale* » ou LIS),
- Dont les ordres sont placés dans un système de gestion en attendant leur divulgation (*order management facility* ou OMF).

Un plafond s'applique aux transactions réalisées dans le cadre de la dérogation fondée sur le prix de référence (*reference price waiver*). Celle-ci prend fin lorsque le pourcentage des négociations effectuées sur un instrument financier dans le cadre de la dérogation dépasse 7 % du volume total dans l'Union des négociations sur cet instrument financier (*MiFIR, art. 5*). Le mécanisme antérieur dit du double *volume cap* (4 % au niveau de l'UE et 8 % au niveau de la plateforme) est ainsi remplacé par un plafond unique calculé au niveau de l'Union. De plus, les transactions relevant des autres dérogations sont expressément exclues du calcul du plafond.

Cette évolution vise à rendre le dispositif plus lisible, tout en conservant son objectif initial : éviter un recours excessif aux volumes « opaques » sans entraver les stratégies de gestion d'impact.

---

<sup>12</sup> Càd « i) qui sont effectuées à l'intérieur de la fourchette courante pondérée en fonction du volume telle qu'elle ressort du carnet d'ordres ou des prix proposés par les teneurs de marché de la plate-forme de négociation exploitant ce système; ii) qui portent sur une action non liquide, un certificat représentatif, un fonds coté, un certificat préférentiel ou un instrument financier similaire, qui ne relèvent pas de la notion de marché liquide, et qui sont négociées à l'intérieur d'un pourcentage encadrant un prix de référence approprié, ce pourcentage et ce prix de référence étant fixés à l'avance par l'opérateur du système; ou iii) qui sont soumises à des conditions autres que le prix de marché en vigueur de l'instrument financier concerné » (*MiFIR, art. 4.1 b*).

## b) Internalisateurs systématiques (IS)

Pour les actions, certificats représentatifs, ETF et instruments assimilés pour lesquels il existe un marché liquide, les internalisateurs systématiques sont soumis à l'obligation de publier des prix fermes pour une taille minimale de cotation égale à la taille normale de marché (dite SMS, *standard market size*) et jusqu'à deux fois cette taille (*MiFIR, art. 14*).

Jusqu'ici, les IS étaient libres de choisir les tailles pour lesquelles ils affichaient des prix, celles-ci devant toutefois être inférieures ou égales à 10 % de la SMS. Cette flexibilité a conduit à une transparence pré-négociation très faible, ce que le législateur considère comme ayant « *compromis l'égalité des conditions de concurrence* » entre les plateformes (*MiFIR, cons. 13*).

La nouvelle obligation de transparence vise à éviter les cotations symboliques et garantir que les IS contribuent effectivement à la formation des prix.

La SMS sert également de référence pour la détermination des seuils de taille des transactions au-delà desquels des régimes spécifiques de transparence peuvent s'appliquer, notamment en matière de report de publication post-négociation. Les paramètres de détermination de la taille normale de marché (SMS) et des seuils associés sont définis dans des RTS<sup>13</sup>.

## 2. Transparence post-négociation des actions et instruments assimilés

Le principe demeure celui d'une publication des transactions effectuées, par les plateformes et les entreprises d'investissement, en temps proche du réel (*MiFIR, art. 6 et 20*).

Les possibilités de publication différée sont strictement limitées (*MiFIR, art. 7*) aux transactions d'une taille élevée par rapport à la taille normale de marché (dérogation dite *Large in Scale* ou LIS)

La révision harmonise les durées de différé entre États membres en supprimant les possibilités de différences nationales et impose une normalisation des données et des indicateurs standardisés des transactions publiées (*flags*), pour permettre l'agrégation au sein de la future CT actions/ETF.

## 3. Détermination de la liquidité pour les actions et instruments assimilés

La liquidité des actions et instruments assimilés repose sur la capitalisation flottante, le nombre quotidien moyen de transactions et le volume d'échanges quotidien moyen<sup>14</sup>.

L'appréciation de la liquidité de chaque instrument conditionne directement :

- l'application des obligations de transparence pré-négociation ;
- les seuils de taille élevée par rapport à la taille normale de marché (*Large in Scale* ou LIS),
- l'éligibilité aux dérogations à la transparence pré-négociation prévues à l'article 4 de MiFIR (prix de référence, transactions négociées, et systèmes de gestion des ordres),
- les obligations de transparence pré-négociation des IS.

<sup>13</sup> Règlement délégué [\(UE\) 2017/587](#) tel que révisé par le Règlement délégué [\(UE\) 2025/1246](#).

<sup>14</sup> Règlement délégué [\(UE\) 2017/567](#) tel que révisé par le Règlement délégué [\(UE\) 2025/1246](#).

La détermination annuelle par les autorités compétentes de la liquidité des instruments actions s'appuie désormais sur une méthodologie de calcul précisée et harmonisée d'identification du « *marché le plus pertinent en termes de liquidité* » (*Most Relevant Market in terms of Liquidity* ou *MRMTL*), qui détermine pour chaque action ou instrument assimilé sa classification en liquide/non-liquide.

## B. OBLIGATIONS, PRODUITS STRUCTURÉS ET QUOTAS D'ÉMISSION

### 1. Transparence pré-négociation pour les obligations, produits structurés et quotas d'émission

La transparence pré-négociation applicable aux instruments de dette est recentrée sur les seuls mécanismes de marché pertinents pour la formation des prix, à savoir les carnets d'ordres centralisés (*central limit order book* ou *CLOB*) et les systèmes à enchères périodiques (*MiFIR, art. 8*). Les systèmes de demandes de prix (*request for quote – RFQ*) et les systèmes de négociation à la voix, dont les prix sont adaptés au client et ne reflètent pas nécessairement un prix de marché, sont exclus du champ de la transparence pré-négociation.

Cette approche tient ainsi compte de la structure des marchés obligataires, où la négociation demeure largement bilatérale et dominée par des mécanismes de type demandes de prix.

#### ■ Dérogations à la publication des informations pré-négociation

MiFIR révisé rationalise le dispositif de dérogation, complexe et peu utilisé en pratique :

- Suppression de la dérogation relative aux indications d'intérêt exécutables supérieures à la taille spécifique de l'instrument (*size specific to the instrument* ou *SSTI*), devenue source de complexité excessive et peu harmonisée entre États<sup>15</sup>.
- Recentrage autour du seuil LIS, fixé par catégories d'instruments (*RTS 2 révisé*<sup>16</sup>) en remplacement du régime antérieur reposant sur la coexistence des seuils LIS et SSTI.
- Maintien de la dérogation applicable aux instruments classés comme illiquides au sens de MiFIR, cette classification étant établie par catégories d'instruments conformément au RTS 2 révisé, sur la base des données agrégées au niveau de l'UE et publiées par l'ESMA.
- Maintien de la dérogation applicable aux ordres placés dans un système de gestion des ordres de la plate-forme de négociation en attente de leur divulgation (*order management facility* ou OMF).

Par ailleurs, la révision supprime les obligations de transparence pré-négociation applicables aux IS sur les instruments non-actions, leur contribution à la formation des prix s'étant révélée limitée en pratique (*voir section I, D,2 pour plus de détails*).

<sup>15</sup> La notion de « *taille spécifique à l'instrument* » est ainsi supprimée pour les instruments autres que les actions et instruments assimilés, en cohérence avec la suppression des obligations de transparence pré-négociation sur ces classes d'actifs.

<sup>16</sup> Règlement délégué (UE) 2017/583 modifié par le règlement délégué (UE) 2025/1246.

## 2. Transparence post-négociation pour les obligations, produits structurés et quotas d'émission

MiFIR introduit un régime de transparence post-négociation harmonisé entre États, fondé sur cinq catégories de transaction, définies selon la taille et la liquidité de l'instrument (*MiFIR, art. 11*) dont les modalités opérationnelles sont précisées dans le RTS 2 révisé. Ces catégories déterminent la durée maximale du report de publication, allant de 15 minutes à plusieurs semaines pour les transactions de taille importante. Cette harmonisation vise à mettre fin aux fortes divergences nationales observées jusqu'alors et à assurer une meilleure lisibilité pour les acteurs de marché.

Le régime harmonisé repose sur cinq catégories de transactions, déterminée à partir de la taille de la transaction et la liquidité de l'instrument. Les seuils précis et durées applicables sont définis par type d'instrument dans le RTS 2 révisé.

Catégorie	Taille	Liquidité	Publication Prix	Publication Volume
1	Moyenne	Liquide	15 min	15 min
2	Moyenne	Illiquide	Fin de journée	Fin de journée
3	Large	Liquide	T+1	1 semaine
4	Large	Illiquide	T+2	2 semaines
5	Très large	N/A	4 semaines	4 semaines

Dans ce cadre, le RTS 2 révisé, précise pour chacune de ces catégories de transactions, les critères permettant de qualifier les instruments comme liquides ou non, les seuils de taille correspondants ainsi que les modalités techniques de publication différée (report du prix et/ou du volume, masquage du volume, agrégation et utilisation d'indicateurs standardisés des transactions publiées (*Flags*)).

Les États membres conservent une capacité de prolonger les reports pour les dettes souveraines nationales, sous supervision de l'ESMA.

## 3. Détermination de la liquidité et dérogations pour les obligations, produits structurés et quotas d'émission

La révision instaure une détermination de la liquidité, reposant désormais sur une classification par grandes catégories d'instruments (obligations souveraines, d'entreprises *investment grade*, à haut rendement, etc.), définie *ex ante* dans le RTS 2 révisé, en remplacement de l'ancienne approche fondée sur une analyse instrument par instrument et reposant sur une calibration fine des seuils à partir des données de marché. Il s'agit d'un changement majeur, destiné à offrir un cadre plus stable et prévisible mais qui introduit une rigidité potentiellement dommageable.

Cette classification de la liquidité structure l'ensemble du régime de transparence applicable aux instruments non-actions :

- Elle conditionne l'éligibilité aux dérogations de transparence pré-négociation, notamment celles fondées sur la taille élevée par rapport à la taille normale de marché (LIS) et sur le caractère non liquide de l'instrument ;
- Elle détermine le régime de transparence post-négociation, en particulier l'un des cinq catégories de transactions applicables et les durées maximales de report de publication.

## C. INSTRUMENTS DÉRIVÉS ET PAQUETS D'ORDRES

### 1. Transparence pré-négociation des instruments dérivés et des paquets d'ordres

#### a) Dérivés

Comme pour la dette, seules les plateformes à carnet d'ordre centralisés (CLOB) et les systèmes à enchères périodiques sont dorénavant soumis à l'obligation de transparence pré-négociation ; les systèmes RFQ et à la voix ne le sont plus.

Le périmètre de transparence des dérivés (*MiFIR, art. 8 bis*) est recentré sur les produits les plus standardisés, pour lesquels la transparence peut réellement améliorer la formation des prix.

Ce sont :

- Les dérivés listés (ETDs)
- Certains dérivés de gré à gré (OTCs) lorsqu'ils sont :
  - libellés en euro, dollar américain, yen japonais ou livre sterling ;
  - soumis à l'obligation de compensation EMIR et effectivement compensés ;
  - pour les dérivés de taux d'intérêt, uniquement les maturités standardisées (1, 2, 3, 5, 7, 10, 12, 15, 20, 25 ou 30 ans).
- Les CDS à signature unique (*single-name*) qui font référence à une banque d'importance systémique mondiale et qui font l'objet d'une compensation centrale ;
- Les CDS sur indices incluant des banques d'importance systémique mondiale, et qui font l'objet d'une compensation centrale.

La révision met fin à l'approche antérieure qui rattachait principalement l'application des obligations de transparence au fait qu'un dérivé soit négocié sur une plate-forme de négociation (notion de *Traded on a Trading Venue* - TOTV). Cette approche, jugée peu représentative de la réalité économique du marché des dérivés, est remplacée par un périmètre de transparence défini par catégories de produits, ciblant les dérivés les plus standardisés et effectivement susceptibles de contribuer à la formation des prix, notamment au regard de leur degré de standardisation et de leur compensation.

Les dérogations pré-négociation applicables sont celles du régime applicable aux obligations (*MiFIR, art.9*) :

- la dérogation fondée sur la taille élevée par rapport à la taille normale de marché (*large in scale ou LIS*) ;
- la dérogation applicable aux instruments classés comme non liquides au sens de MiFIR ;
- la dérogation applicable aux ordres placés dans un système de gestion des ordres (*order-management facility ou OMF*).

## b) Paquets d'ordres

Les paquets d'ordres sont soumis à un encadrement spécifique en matière de transparence pré-négociation (*MiFIR, art. 8 ter et 9(1)(e)*).

L'obligation de transparence pré-négociation ne s'applique que lorsque les instruments composant le paquet relèvent eux-mêmes du champ de la transparence des dérivés et sont négociés sur un système à carnet d'ordres centralisé (CLOB) ou à enchères périodiques (*MiFIR, art. 8bis*).

Un paquet peut bénéficier d'une dérogation à la transparence pré-négociation (« *package order waiver* ») lorsqu'au moins une de ses composantes est non liquide ou *large in scale*, sauf s'il est considéré comme disposant d'un marché liquide dans son ensemble (*MiFIR, art. 9(1)(e)*).

Les situations dans lesquelles un paquet est réputé disposer d'un marché liquide dans son ensemble et ne peut dès lors bénéficier de la dérogation sont précisées dans le [règlement délégué \(UE\) 2017/2194](#), article 1<sup>er</sup>.

La révision a par ailleurs aligné les critères applicables aux paquets (notamment pour les dérivés de taux) sur le périmètre des instruments soumis à transparence pré-négociation des dérivés au titre de l'article 8 bis, afin d'assurer la cohérence du dispositif.

## 2. Transparence post-négociation pour les instruments dérivés et paquets d'ordres

Un régime dédié de transparence post-négociation est créé (*MiFIR, art. 11 bis*), analogue à celui applicable aux obligations mais adapté à l'hétérogénéité des différentes classes d'actifs (taux, crédit, change, action, matières premières).

Les transactions sont classées en catégories déterminant la durée maximale de report de publication, selon la taille de la transaction et la liquidité de l'instrument. Les modalités techniques de cette classification et les seuils applicables sont précisés dans le RTS 2 révisé<sup>17</sup>.

---

<sup>17</sup> Règlement délégué (UE) 2017/583 modifié par le règlement délégué (UE) 2025/1246.

### 3. Détermination de la liquidité et dérogations

Il est confié à l'ESMA la détermination des paramètres techniques du régime de transparence applicable aux instruments dérivés, qui servent de base commune à la transparence pré et post-négociation (*MiFIR, cons. 11*).

À ce titre, l'ESMA est chargée de définir, dans le RTS 2 révisé :

- les instruments ou catégories de dérivés considérés comme liquides ou non-liquides,
- les seuils de taille au-delà desquels la publication des transactions peut être différée,
- l'utilisation de cette classification de liquidité pour l'application aux dérogations à l'obligation de la transparence pré-négociation prévues par MiFIR, notamment la dérogation fondée sur le caractère non liquide de l'instrument et la dérogation « *Large in Scale* ».

Cette approche par catégories, plutôt que par instruments pris individuellement, constitue une évolution importante du régime antérieur. Alors que la liquidité était auparavant appréciée de manière granulaire, instrument par instrument, sur la base de données de marché susceptibles d'évoluer, la révision repose désormais sur une classification ex ante par grandes catégories de dérivés, définie dans les RTS, avec l'objectif d'offrir un cadre plus stable et prévisible aux acteurs.

### 4. Paquets d'ordres

Les paquets d'ordres (*MiFIR, art. 8 ter et 10*) sont traités composante par composante, sans création d'un régime autonome de transparence :

- En pré-négociation, seules les jambes négociées sur des systèmes à carnet d'ordres centralisé (CLOB) ou à enchères périodiques sont soumises aux obligations de transparence ;
- En post-négociation, chaque jambe est publiée selon les règles applicables à sa propre classe d'actifs et à sa catégorie de liquidité ;
- Un indicateur spécifique, "*package flag*" doit obligatoirement être inclus dans la publication post-négociation de chaque jambe pour permettre l'identification des transactions faisant partie d'un paquet d'ordres et d'en assurer la reconstitution et l'agrégation cohérente par la CT.

### 5. Transactions issues des services de réduction des risques post-négociation (PTRR)

Les transactions portant sur des produits dérivés de gré à gré qui sont formées et établies à la suite de services de réduction des risques post-négociation sont exemptées de transparence pré- et post-négociation, de l'obligation de négociation (*Derivative trading obligation* - DTO) et des obligations de meilleure exécution, dans la mesure où elles ne contribuent pas à la formation des prix et relèvent exclusivement de la gestion du risque.

Dans ce cadre, les services de réduction des risques post-négociation (*Post-Trade Risk Reduction Services* – PTRR) font désormais l'objet d'une définition réglementaire précise (*MiFIR, art. 31 et Règlement délégué 2025/... modifiant le règlement 2017/567 adopté mais non encore publié*).

Sont ainsi considérés comme des PTRR les services de compression de portefeuille, de rééquilibrage ou d'optimisation du risque de base, fournis par un prestataire tiers sur la base de règles non discrétionnaires, dans le cadre d'un exercice structuré de réduction des risques post-négociation dans les portefeuilles de dérivés OTC concernés. Ces services doivent être neutres en risque de marché et les participants ne peuvent sélectionner individuellement les transactions à exécuter.

Cette clarification sécurise la pratique des acteurs tout en garantissant que seules des opérations n'ayant pas de fonction de découverte du prix bénéficient de ces exemptions.

#### **D. FIN DES CALCULS DE TRANSPARENCE (FITRS) ET RECOURS AUX DONNÉES ISSUES DU REPORTING DES TRANSACTIONS**

Dans le cadre de la mise en œuvre de MiFIR révisé (*MiFIR, art. 26*), l'ESMA a annoncé la fin progressive des flux de données spécifiques utilisés jusqu'à présent pour les calculs de transparence et de plafonnement des volumes (système FITRS et *reporting* DVCAP).

Concrètement, les plateformes ne transmettront plus de jeux de données séparés à ces fins : les paramètres de transparence (statut de liquidité, seuils de grande taille, plafonnement des volumes, etc.) seront désormais calibrés à partir des données déjà déclarées au titre du *reporting* des transactions (*MiFIR, art. 26*)<sup>18</sup>. Selon le calendrier publié par l'ESMA, les derniers *reportings* DVCAP interviendront au 31 décembre 2025 et les dernières données quantitatives FITRS (actions, obligations, produits structurés, quotas d'émission) au 31 mars 2026, la transmission des seules données de référence se poursuivant dans l'intervalle.

Cette évolution s'inscrit dans une logique de réduction de la charge déclarative et renforce, en contrepartie, l'importance de la qualité et de l'exhaustivité des déclarations de transactions utilisées comme socle unique pour les calculs de transparence au niveau européen.

---

<sup>18</sup> "Les modifications apportées au règlement délégué (UE) 2017/587 de la Commission, relatif à la transparence sur actions, visent à atteindre les objectifs suivants : [...] permettre l'arrêt de la collecte de données dans le système de transparence des instruments financiers (FITRS) et dans le système de double volume cap (DVCAP), ainsi que l'utilisation des données de transaction déclarées au titre de l'article 26 de MiFIR comme source de données pour effectuer les calculs de transparence applicables aux instruments de capital." [Note explicitive](#) de la Commission au Règlement délégué (UE) 2025/1246.

## IV. SYSTÈMES CONSOLIDÉS DE PUBLICATION (CT) ET DONNÉES

L'un des constats d'insuffisances majeur depuis MiFID II est l'absence d'un véritable système consolidé de publication comparable au SIP américain<sup>19</sup>. Malgré un cadre réglementaire prévu dès 2014, aucun acteur de marché n'avait lancé de CT en raison :

- de l'absence d'obligation de contribuer aux données,
- d'un modèle économique incertain,
- et d'une qualité hétérogène des données fournies par les plateformes et APA.

La révision entend lever ces obstacles en créant un cadre contraignant et opérationnel pour permettre la réelle consolidation des données. Elle prévoit notamment :

- la désignation de trois fournisseurs distincts de systèmes consolidés de publication (CTP) pour les actions/ETF, les obligations et les dérivés,
- une obligation de contribution aux données pour les marchés réglementés, MTF, OTF internalisateurs systématiques et APA,
- la définition harmonisée des données d'entrée et de sortie, des délais de transmission et des formats, ainsi que les exigences de qualité et de contrôle,
- la mise en place d'un mécanisme de redistribution des revenus pour la CT actions/ETF afin d'assurer un modèle économique soutenable et favoriser la participation des petites plateformes,
- l'extension et l'harmonisation des règles de synchronisation obligatoire des horloges professionnelles, applicables aux plateformes, SI, APA, DPE et CTP, pour garantir une cohérence temporelle entre toutes les contributions.

L'objectif est double : accroître la transparence et l'efficacité du marché européen et permettre une meilleure comparaison des lieux d'exécution, condition clé pour la meilleure exécution et la compétitivité de l'UE.

Ce nouveau cadre est inscrit dans plusieurs dispositions de MiFIR révisé (notamment les articles 2, 22 bis à 22 ter, 27 quinquies bis à 27 nonies) et précisé par quatre textes de niveau 2 adoptés le 12 juin 2025 :

- [Règlement délégué \(UE\) 2025/1143](#) sur les exigences en matière d'agrément et d'organisation applicables aux dispositifs de publication agréés et aux mécanismes de déclaration agréés, et sur les exigences en matière d'agrément applicables aux fournisseurs de système consolidé de publication, et abrogeant le règlement délégué (UE) 2017/571 de la Commission
- [Règlement délégué \(UE\) 2025/1155](#) précisant les données d'entrée et de sortie des systèmes consolidés de publication, la synchronisation des horloges professionnelles et la

---

<sup>19</sup> Le *Securities Information Processor* (SIP) est le système américain centralisé de consolidation et de diffusion des données de marché, supervisé par la *Securities and Exchange Commission*, l'autorité fédérale des marchés financiers. Il agrège les données de l'ensemble des bourses nationales enregistrées et publie en temps réel la meilleure offre et demande nationale (*National best bid and offer – NBBO*), référence réglementaire pour la formation des prix et l'obligation d'exécution au meilleur prix aux États-Unis.

redistribution des recettes par le fournisseur de système consolidé de publication pour les actions et les fonds cotés, et abrogeant le règlement délégué (UE) 2017/574 de la Commission

- [Règlement Délégué \(UE\) no 1156/2025](#) concernant l'obligation de mettre les données de marché à la disposition du public à des conditions commerciales raisonnables (RCB)
- [Règlement d'exécution délégué \(UE\) 2025/1157](#) concernant les formulaires, modèles et procédures normalisés à utiliser pour l'agrément des dispositifs de publication agréés, des mécanismes de déclaration agréés et des fournisseurs de système consolidé de publication et pour les notifications s'y rapportant, et abrogeant le règlement d'exécution (UE) 2017/1110 de la Commission

## A. CRÉATION DE TROIS CT (ACTIONS/ETF, OBLIGATIONS, DÉRIVÉS)

La révision de MiFIR instaure, pour la première fois, un cadre entièrement opérationnel pour la mise en place de trois systèmes consolidés de publication (CT), chacun dédié à une classe d'actifs :

- actions et ETF,
- obligations,
- dérivés de gré à gré (ou sous-catégories pertinentes, une fois les textes techniques applicables).

Chaque CT a pour objet de collecter, consolider et diffuser les données publiées par les plateformes et les APA, afin de proposer une vision unique, harmonisée et exploitable du marché, notamment :

- les données post-négociation (toutes classes d'actifs),
- pour les actions/ETF, certaines données pré-négociation issues des carnets de cotation continue et des enchères, permettant en particulier l'établissement d'un *European Best Bid and Offer* (EBBO).

## B. CONTRIBUTION OBLIGATOIRE DES PLATEFORMES ET APAS

Les plateformes de négociation (MR, MTF, OTF) et les APA deviennent des contributeurs obligatoires aux CT (*MiFIR, art. 22 bis*). Ceux-ci doivent transmettre :

- les données de marché essentielles issues des obligations pré- et post-négociation (articles 3, 6, 10, 20, 21),
- les données réglementaires relatives au statut du système de négociation (pannes, suspensions, arrêts),
- dans un format harmonisé, via un protocole de transmission de haute qualité, et dans des délais aussi proches que possible du temps réel.

Les petits marchés réglementés et marchés de croissance des PME dont le volume annuel en actions ne dépasse pas 1 % du volume européen peuvent être exemptés, sous conditions :

- d'absence de lien avec un groupe dépassant ce seuil, ou
- de concentrer plus de 85 % du volume des transactions sur leur marché d'admission.

Ils disposent toutefois d'une possibilité d'option irrévocable : s'ils choisissent de contribuer, toutes leurs données actions/ETF sont intégrées à la CT.

### C. DONNÉES DE MARCHÉ ESSENTIELLES OU CORE MARKET DATA

Les *core market data* (MiFIR, art. 2 paragraphe 36b) correspondent aux données publiées au titre de la transparence :

- pré-négociation : prix acheteur/vendeur, quantités affichées, EBBO pour actions/ETF ;
- post-négociation : prix, taille, heure de transaction, lieu d'exécution, unités de prix, flags réglementaires.

Le CT doit consolider ces informations en un flux électronique continu, diffusé dans un format lisible par machine, et accessible gratuitement 15 minutes après publication.

### D. DONNÉES RÉGLEMENTAIRES OU REGULATORY DATA

Les contributeurs doivent également transmettre des informations réglementaires nécessaires pour informer les investisseurs du statut opérationnel du marché et des instruments :

- suspensions ou arrêts de négociation,
- incidents techniques,
- indisponibilités du système d'appariement,
- modifications statutaires de l'instrument.

Cette obligation vise à donner au CT une capacité de restitution fidèle et en temps quasi réel de l'environnement de marché.

### E. QUALITÉ DES DONNÉES

La révision renforce substantiellement les exigences de qualité (MiFID II, art. 31 et 47 et MiFIR, art. 22 ter), à deux niveaux :

- Obligations applicables aux producteurs de données : Les entreprises d'investissement, opérateurs de MTF/OTF, marchés réglementés ont des obligations renforcées d'exactitude, exhaustivité, cohérence temporelle et actualisation des données publiées (MiFID II, art. 31 et 47) ;
- Obligations applicables aux CT : les données qu'ils consolident doivent répondre aux exigences suivantes (MiFIR, art. 22 ter) :
  - être de très haute qualité,
  - respecter des formats harmonisés et accessibles,
  - être fournies à des conditions commerciales raisonnables,
  - tenir compte des normes internationales et pratiques du marché.

La Commission met en place un groupe d'experts des parties prenantes chargé d'émettre des avis sur la qualité des données, les formats et les protocoles de transmission. L'ESMA doit intégrer ces avis dans l'élaboration des RTS listés supra.

## F. SÉLECTION, AGRÉMENT ET SUPERVISION DES CTP

### Sélection

Un fournisseur unique de système consolidé de publication (CTP) est désigné par classe d'actifs (obligations, actions/ETF, dérivés OTC). Le déploiement est séquentiel : d'abord le CTP obligations, six mois plus tard, le CTP actions/ETF, puis le CTP dérivés OTC, dans l'attente de la publication de l'acte délégué définissant les identifiants des dérivés à des fins de transparence.

Les candidats sont évalués notamment au regard de (*MiFIR, cons. 26*) :

- leur capacité technique à opérer un système robuste, résilient et sécurisé,
- la qualité de leurs interfaces et technologies,
- la solidité de leur gouvernance,
- leurs dispositifs de contrôle et d'assurance de la qualité des données,
- la simplicité et la transparence de leur modèle tarifaire,
- leur engagement visant à limiter la consommation d'énergie.

Pour le CTP actions/ETF uniquement, l'ESMA tient également compte de la mise en place d'un mécanisme de redistribution d'une partie des recettes au bénéfice des contributeurs en données éligibles (*MiFIR, art. 27 nonies ; règlement délégué (UE) 2025/1155*).

### Supervision

Les CTP sont agréés et supervisés directement par l'ESMA (*MiFIR, art. 27 quinquies, ter et art. 27 sexies*), qui fixe notamment les conditions d'exploitation du CTP, notamment les principes applicables aux redevances facturées aux utilisateurs pour l'accès aux données consolidées, qui doivent être transparentes et raisonnables.

Les CTP doivent en permanence respecter des exigences organisationnelles (*MiFIR, art. 27 nonies*), incluant :

- la sécurité et l'intégrité des flux de données,
- la continuité d'activité,
- la prévention des conflits d'intérêts,
- la qualité, l'exhaustivité et la cohérence des données.

L'ESMA peut retirer l'agrément en cas de manquement grave ou persistant, mais le retrait ne prend effet qu'après la sélection d'un nouveau CTP afin de garantir la continuité du service (*MiFIR, art. 27 sexies*).

### Reporting

Les CTP sont tenus de publier régulièrement des informations relatives à leur fonctionnement et à la qualité des données diffusées, afin de garantir une transparence opérationnelle continue (*MiFIR, art. 27 nonies*). Les modalités précises (contenu, format, délais et indicateurs techniques) sont définies par RTS.

## G. SYNCHRONISATION DES HORLOGES PROFESSIONNELLES (RTS 25)

La base juridique de la synchronisation des horloges est transférée depuis MiFID II (ex-art. 50) vers MiFIR afin de garantir une application uniforme et directement applicable dans l'ensemble de l'Union (*MiFIR, art. 22 quater*). Ce déplacement répond à la nécessité d'assurer une cohérence stricte des horodatages aux fins de la CT.

Le champ des entités soumises à l'obligation est significativement étendu : en plus des plateformes de négociation et de leurs membres, sont désormais concernés les internalisateurs systématiques (SI), les entités de publication désignées (DPE), les APAs/ARMs et les futurs CTPs, afin de sécuriser la cohérence temporelle sur toute la chaîne de publication et de *reporting*.

MiFIR renvoie au RTS 25<sup>20</sup> pour les exigences techniques, qui demeurent structurées autour de niveaux de granularité différenciés selon la nature et la vitesse des systèmes : précision jusqu'à 0,1 microseconde pour les infrastructures les plus rapides, 1 milliseconde pour les systèmes électroniques standards et 1 seconde pour les systèmes manuels ou vocaux. Ces exigences sont reconduites car elles constituent la base de l'horodatage fiable dans l'UE.

L'extension du périmètre, combinée à l'harmonisation des exigences de granularité minimale d'horodatage, permet de garantir que toutes les données transmises aux CTs respectent une granularité harmonisée et contrôlable, condition indispensable au rapprochement et à la consolidation des flux de données dans le futur cadre post-MiFIR.

Pour une analyse détaillée de ces évolutions, il convient de se reporter à la note [AMAFI / 25-42](#).

## H. REDISTRIBUTION DES REVENUS (CT ACTIONS/ETFs)

Afin de préserver l'équilibre entre plateformes en favorisant un modèle économique viable et d'encourager la participation des petites plateformes, le CTP actions/ETF est tenu de redistribuer une part de ses recettes aux contributeurs de données (*MiFIR, art. 27 nonies, §5-7*).

Cette redistribution bénéficie aux plateformes de négociation et aux APA qui contribuent aux données du CTP et repose sur des critères objectifs définis par RTS (*Règlement délégué (UE) 2025/1155*). Trois critères pondérés déterminent cette redistribution :

- La contribution des petites plateformes (dont la part du volume au niveau de l'Union n'excède pas 1 %) ;
- La contribution de plateformes ayant admis des actions/ETF à la négociation à partir du 27 mars 2019 ;
- La contribution de transactions exécutées dans des systèmes assurant la transparence pré-négociation complète, c'est-à-dire sans recours aux dérogations aux obligations de transparence pré-négociation pour les actions et instruments assimilés (*MiFIR, art. 4*).

Le CTP peut suspendre temporairement la participation d'un contributeur au mécanisme de redistribution en cas de manquements graves et répétés à ses obligations de qualité des données. Les

---

<sup>20</sup> [Règlement délégué \(UE\) 2025/1155](#).

montants retenus doivent toutefois être restitués dès que la situation est régularisée, conformément au RTS précité.

## I. CONDITIONS COMMERCIALES RAISONNABLES (RCB)

La révision renforce profondément le principe du RCB (*MiFIR, art. 13*), qui impose aux plateformes de négociation, APAs, CTPs et internalisateurs systématiques de mettre à disposition leurs données pré et post-négociation lorsqu'elles sont fournies à des utilisateurs ou commercialisées, à des conditions commerciales raisonnables.

Jusqu'ici, ce principe n'avait pas atteint ses objectifs : les utilisateurs avaient d'importantes difficultés à comprendre les politiques tarifaires et à identifier comment les prix étaient fixés. Les orientations publiées par l'ESMA en 2021 sont donc converties en obligations légales et considérablement renforcées.

Désormais, les redevances facturées doivent être basées sur les coûts de production et de diffusion des données, et inclure une marge raisonnable. Elles ne peuvent plus être déterminées en fonction de la "valeur perçue" des données pour chaque catégorie d'utilisateur. Les fournisseurs doivent garantir un accès non discriminatoire, publier une politique tarifaire détaillée et transparente, et fournir les informations dans des formats standardisés et aisément exploitables.

Un RTS<sup>21</sup> détaille les conditions contractuelles équitables, les exigences de transparence tarifaire, les formats de publication et les règles d'accès. L'ESMA doit réévaluer tous les deux ans les pratiques de marché et proposer, si nécessaire, des ajustements au RTS pour suivre l'évolution du marché des données.

## V. POLITIQUE D'EXÉCUTION DES ORDRES ET PAIEMENT POUR FLUX D'ORDRES

### A. SUPPRESSION DES RTS 27 ET 28

La révision met fin aux obligations de publication pesant sur les plateformes d'exécution d'une part (RTS 27) et les entreprises d'investissement d'autre part (RTS 28), qui concernaient respectivement la qualité d'exécution obtenue sur chaque lieu d'exécution et les cinq principaux lieux d'exécution utilisés.

Cette suppression fait suite à la suspension déjà introduite par le *Quick Fix (directive (UE) 2021/338 du 16 février 2021)* concernant l'obligation de publier les rapports RTS 27, jugés peu lisibles, coûteux à produire et d'une utilité limitée pour les investisseurs.

La démonstration de la meilleure exécution repose désormais sur les données consolidées des futures CT, jugées plus pertinentes et homogènes pour évaluer la qualité d'exécution dans l'Union.

---

<sup>21</sup> [Règlement délégué \(UE\) 2025/1156](#).

## B. INFORMATION DU CLIENT SUR L'EXÉCUTION

L'obligation d'informer le client du ou des lieu(x) d'exécution de son ordre pour les instruments financiers soumis aux obligations de négociation au titre des articles 23 (STO) et 28 (DTO) de MiFIR est maintenue (*MiFID II, art. 27 § 3*).

En revanche, l'obligation jusqu'alors faite aux plateformes de rendre publiques, sans frais, des données sur la qualité de leur exécution, est supprimée, puisque les CT permettent de répondre à cet objectif.

## C. INTERDICTION DE RECEVOIR DES PAIEMENTS POUR L'ORIENTATION DES ORDRES

La révision introduit dans MiFIR une interdiction expresse pour les entreprises d'investissement de recevoir de percevoir toute rémunération, remise ou avantage non monétaire lié à l'acheminement d'ordres vers un lieu d'exécution déterminé (*Payment for Order Flow* ou PFOF) (*MiFIR, art. 39bis*). Cette clarification met fin aux divergences d'interprétation entre États membres sur l'application de la réception d'incitations de MiFID II.

Une période transitoire est toutefois prévue pour les États membres dans lesquels le PFOF était autorisés : l'interdiction ne s'appliquera qu'à partir du 30 juin 2026, mais uniquement pour les services fournis à des clients établis dans ces États.

## D. ÉVALUATION ET RÉVISION DE LA POLITIQUE DE MEILLEURE EXÉCUTION

Afin d'améliorer la cohérence et l'efficacité des politiques d'exécution, des normes techniques doivent préciser (*MiFID, art. 27*) :

- les critères à prendre en compte pour évaluer et mettre à jour la politique de meilleure exécution (art. 27, §5 et §7),
- la distinction des exigences applicables aux clients de détail et aux clients professionnels,
- et les modalités d'évaluation de l'efficacité des lieux d'exécution figurant dans la politique.

L'ESMA a mis en consultation ce projet de règlement d'application relatif à la meilleure exécution, qui a soulevé de fortes inquiétudes relevées par l'Association dans sa réponse (*AMAFI / 24-68*). Dans son rapport final, l'Autorité a modifié substantiellement son projet, en le simplifiant et en ne rendant pas obligatoire l'utilisation des données issues de la CT, ce qui aurait été contraire au principe même de la CT.

## VI. REPORTING DES TRANSACTIONS

Le régime de déclaration des transactions (*MiFIR, art. 26*) demeure un outil central de la surveillance des marchés, notamment pour la détection d'abus. À l'origine la révision visait principalement à clarifier le périmètre des déclarations de transactions pour les dérivés, à renforcer la cohérence entre MiFIR, EMIR et SFTR et à moderniser les identifiants de produits en particulier pour les dérivés OTC.

Ces évolutions doivent toutefois être replacées dans le contexte des travaux engagés par l'ESMA en 2025 sur la simplification structurelle du *reporting* qui a conduit à suspendre la révision des RTS 22, 23 et 24 relatifs respectivement aux obligations de déclaration des transactions, à la transmission des données de référence des instruments financiers et à la conservation des enregistrements d'ordres travaux auxquels l'AMAFI a activement contribué ([AMAFI / 25-54](#), [AMAFI / 25-67](#)) afin de repenser le cadre global et de réduire la charge qui en découle.

### A. RATIONALISATION DU PÉRIMÈTRE DE REPORTING DES DÉRIVÉS

À l'origine, MiFIR imposait de déclarer toute transaction portant sur un instrument négocié sur une plateforme de négociation, ainsi que tout dérivé dont le sous-jacent (instrument isolé, indice ou panier) était négocié sur une plateforme, y compris lorsque la transaction était exécutée hors plateforme. Cette logique, fondée sur la notion de "*négociation sur une plateforme*" ou « *TOTV* », s'est révélée inadaptée pour les dérivés OTC, tant pour au regard de la transparence que du *reporting*. En pratique, un dérivé OTC était considéré comme « *ToTV* » non pas parce qu'il était lui-même négocié sur une plateforme, mais parce que son sous-jacent l'était. Cette seule caractéristique suffisait à déclencher l'obligation de déclaration, même lorsque la transaction était conclue bilatéralement, hors de toute plateforme. Cette catégorie communément désignée comme « *OTC ToTV* » reposait ainsi sur une qualification indirecte et parfois déconnectée de la réalité de négociation.

La révision clarifie donc le périmètre :

- Les transactions sur dérivés listés, exécutées ou non sur une plateforme (MR, MTF, OTF) restent déclarables ;
- Les transactions sur dérivés autres que ceux soumis aux nouvelles obligations de transparence (*MiFIR, nouvel article 8bis*) ne sont déclarées que si elles sont effectuées sur une plateforme ;
- Les transactions sur dérivés soumis aux nouvelles obligations de transparence sont déclarées, quel que soit leur lieu d'exécution ;
- Les transactions sur dérivés dont le sous-jacent est négocié sur une plateforme, ou est un indice ou panier composé d'instruments négociés sur une plateforme.

On ne détermine plus la reportabilité d'un dérivé sur la base d'une qualification abstraite de l'instrument. Le critère devient : lieu d'exécution + transparence + nature du sous-jacent. L'objectif est de réduire le volume des dérivés OTC reportés sans utilité réelle pour la surveillance, tout en garantissant la couverture des dérivés standardisés ou liés à des instruments négociés qui sont utiles à la surveillance.

## B. INTRODUCTION DE L'IDENTIFIANT PRODUIT UNIQUE OU UPI

La révision reconnaît que l'ISIN n'est pas adapté pour identifier les produits dérivés (*MiFIR, cons. 24*). L'*Unique Product Identifier (UPI)*, outil mondial défini par la norme ISO 4914, est donc adopté comme identifiant de référence pour les dérivés OTC.

Cela permet une agrégation cohérente des données au niveau des autorités européennes et internationales et la dépendance à des ISIN techniques, très coûteux et peu pertinents pour des produits structurés sur mesure.

L'UPI devra être complété, si nécessaire, par des données identifiantes supplémentaires, définies par la Commission via des actes délégués (*Règlement délégué (UE) 2025/1003, MFIR art. 8 bis, par. 2 et art. 10 et 21*).

La Commission indique que pour la déclaration des transactions MiFIR, l'identifiant utilisé pourra différer partiellement de celui utilisé pour la transparence, afin de mieux répondre aux besoins de surveillance des abus de marché. Pour des raisons de cohérence, de simplification et de coût, il serait toutefois préférable que le même identifiant soit utilisé pour les deux régimes.

## C. HARMONISATION EMIR/SFTR/MIFIR – RÉVISION DES RTS 22, 23 ET 24

MiFIR reconnaît que, bien que certaines incohérences entre les régimes aient déjà été corrigées par EMIR, SFTR et le programme REFIT, il reste nécessaire de donner à l'ESMA un mandat plus clair pour harmoniser le *reporting* des transactions (*MiFIR, cons. 22*).

La révision prévoit donc :

- La révision par l'ESMA des RTS 22, 23 et 24<sup>22</sup> pour assurer la cohérence technique entre les trois régimes ;
- La rationalisation des champs afin d'éviter les doublons et les divergences de définition (éviter par exemple d'avoir trois définitions différentes pour un même concept : UPI, LEI, sous-jacent, type de transaction).

L'objectif est d'améliorer la qualité des données, réduire les coûts pour les entreprises, et permettre un échange efficace de données entre autorités.

Dans ce contexte, l'AMAFI a relevé la complexité et la charge disproportionnée induite par la révision proposée par l'ESMA dans sa consultation concernant la révision de ces RTS et a élaboré des propositions concrètes pour une simplification ambitieuse et généralisée du cadre du *reporting* des transactions dans l'UE (*AMAFI / 25-54*). La révision des RTS 22, 23 et 24 a été suspendue suite à cette consultation, et l'ESMA a publié un *Call for Evidence* sur les axes de simplification et de réduction de la charge de *reporting* à laquelle l'AMAFI a également répondu (*AMAFI / 25-67*). Le rapport final est attendu pour le premier trimestre 2026.

---

<sup>22</sup> Règlements délégués relatifs respectivement aux obligations de déclaration des transactions, à la transmission des données de référence des instruments financiers et à la conservation des enregistrements d'ordres.

## VII. RECHERCHE EN INVESTISSEMENT

### A. “BUNDLED RESEARCH”

La révision de MiFID II, opérée par le *Listing Act*<sup>23</sup> met fin à l’interdiction de facturer conjointement la recherche et l’exécution instaurée en 2018.

À compter du 6 juin 2026, les entreprises d’investissement pourront de nouveau proposer un paiement conjoint des services d’exécution et de recherche (*MiFID II, art. 24(9bis)*), sous réserve du respect des exigences de transparence, de gouvernance et d’évaluation annuelle de la qualité et de la valeur de la recherche.

Ce mode de rémunération s’ajoute aux deux modèles déjà autorisés :

- Paiement direct sur ressources propres,
- Paiement via un compte de frais de recherche distinct (RPA).

Afin d’assurer la mise en œuvre cohérente de ce nouveau régime, l’ESMA a conduit des travaux d’adaptation du cadre de niveau 2 relatif aux règles applicables aux incitations (*inducements*) et à la recherche (*directive déléguée (UE) 2017/593, art. 13*) ([AMAFI / 25-92](#)).

### B. RECHERCHE SPONSORISÉE

Le *Listing Act* crée un statut européen harmonisé applicable à la recherche sponsorisée, c’est-à-dire de la recherche financée en tout ou partie par l’émetteur, en créant un code de conduite européen de la recherche sponsorisée inspirée de la charte française de recherche sponsorisée publiée en 2022 ([AMAFI / 22-44](#)).

Pour ne pas être considérée comme une communication commerciale, cette recherche devra respecter ce code garantissant un haut niveau d’indépendance, d’objectivité et de transparence.

Ce code, défini dans un RTS, et largement inspiré de la charte de bonnes pratiques française, a été adopté par la Commission européenne le 21 mai 2026<sup>24</sup> pour une publication attendue 3 mois après son adoption.

<sup>23</sup> Directive (UE) 2024/2811 du 23 octobre 2024.

<sup>24</sup> [Acte délégué et son annexe](#).

## VIII. MARCHÉS DE MATIÈRES PREMIÈRES

MiFID II / MiFIR mettent en place un cadre spécifique pour les dérivés de matières premières afin d'encadrer les positions, suivre les expositions et s'assurer que ces marchés restent liquides et ordonnés. La révision ne revient pas sur l'architecture issue du *Quick fix*<sup>25</sup>, mais prévoit une série de réexamens ciblés à la lumière, notamment, de la crise énergétique de 2022 : efficacité des limites et contrôles de positions, pertinence de l'exemption d'activité accessoire et possibilité de créer une entité unique de collecte des données.

### A. LIMITES ET GESTION DE POSITIONS

MiFID II révisée maintient le régime de limites de position qui visent à prévenir les abus de marché et à favoriser une formation des prix ordonnée et un règlement efficace. Toutefois, le régime est recentré sur deux catégories de contrats :

- les dérivés sur matières premières agricoles ;
- les dérivés sur matières premières considérées comme « critiques ou significatives »<sup>26</sup>, négociés sur une plateforme de négociation ainsi que les contrats de gré à gré économiquement équivalents.

Les autorités nationales déterminent les limites de position en appliquant la méthodologie précisée par le RTS 21<sup>27</sup>, tandis que l'ESMA publie la liste des contrats critiques ou significatifs<sup>28</sup> et tient à jour une base de données des limites et des dispositifs de gestion des positions.

Les contrôles de gestion des positions sont également renforcés. Les plateformes négociant des dérivés sur matières premières ou des dérivés sur quotas d'émission doivent être en mesure d'obtenir des informations détaillées sur les positions détenues (volume, finalité économique, bénéficiaires effectifs, éventuels accords d'action de concert) et, le cas échéant, sur les positions détenues sur d'autres plateformes ou sur des contrats OTC économiquement équivalents via leurs membres ou participants. L'objectif est de donner aux autorités une vision consolidée des expositions susceptibles d'affecter le bon fonctionnement des marchés.

Enfin, la Commission est en train d'évaluer le régime de limites et de gestion des positions, en lien avec l'ESMA, l'ABE et l'ACER. Cette évaluation doit apprécier la capacité du régime à éviter les abus de marché, à soutenir une cotation ordonnée et un règlement efficace, et à accompagner le développement de nouveaux marchés de dérivés sur l'énergie dans l'Union. Elle peut, le cas échéant, déboucher sur des propositions législatives ciblées.

<sup>25</sup> Directive (UE) 2021/338 du 16 février 2021.

<sup>26</sup> Un contrat est qualifié de « critique ou significatif » lorsque la somme des positions nettes des détenteurs de positions finales atteint au moins 300 000 lots en moyenne sur une période d'un an, ce seuil reflétant le niveau de position ouverte globale (*net open interest*) sur le contrat (*MiFID II, art. 57, §1*).

<sup>27</sup> Règlement délégué (UE) 2022/1302 de la Commission du 20 avril 2022, complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation sur l'application de limites de position aux instruments dérivés sur matières premières et sur les procédures de demande d'exemption de ces limites.

<sup>28</sup> Un dérivé est qualifié de « critique ou significatif » lorsque le *net open interest* dépasse 300 000 lots en moyenne sur un an.

## B. REPORTING DES POSITIONS

MiFID II impose des obligations de *reporting* des positions détenues sur les dérivés de matières premières afin de permettre aux autorités et au marché d'en avoir une vision claire. Les plateformes de négociation doivent ainsi publier des rapports hebdomadaires présentant les positions agrégées par catégorie de participants, leur évolution par rapport à la semaine précédente, la part des positions ouvertes qu'elles représentent, ainsi que le nombre de détenteurs. Lorsque des options sont négociées, deux rapports distincts doivent être fournis (avec et sans options). L'ESMA assure la publication centralisée de ces rapports, afin de rendre ces informations accessibles et comparables.

En parallèle, les entreprises d'investissement doivent transmettre quotidiennement aux autorités leurs positions sur instruments négociés sur plateforme et sur contrats OTC économiquement équivalents, ainsi que celles de leurs clients jusqu'au dernier niveau de la chaîne. Ces exigences visent à renforcer la capacité de surveillance des autorités et à détecter d'éventuelles concentrations de positions susceptibles d'affecter le fonctionnement des marchés.

Une incertitude subsiste quant au calendrier de mise en œuvre. L'adoption des RTS relatifs au *reporting* des positions a été décalée par la Commission au moins jusqu'en octobre 2027. Le 27 mars 2026, l'ESMA a publié une communication dans laquelle elle annonçait reporter le déploiement de la nouvelle solution de reporting. Les parties prenantes doivent continuer à utiliser la version actuelle avant une nouvelle date de mise en œuvre, qui n'a pas encore été précisée.

## C. EXEMPTION POUR ACTIVITÉ ACCESSOIRE

La révision prévoit un réexamen par la Commission des critères permettant de déterminer si une activité sur dérivés de matières premières peut être considérée comme accessoire par rapport à l'activité principale d'un groupe<sup>29</sup> ([AMAFI / 25-39](#)).

Ce réexamen doit tenir compte de la liquidité générale des marchés de dérivés sur matières premières et de quotas d'émission, du rôle croissant des entreprises énergétiques agissant comme teneurs de marché, ainsi que de l'incidence des exigences prudentielles ([règlement IFR \(UE\) 2019/2033](#)) et des obligations EMIR en matière de compensation, marges et garanties.

L'objectif est de vérifier si le cadre actuel, introduit par le règlement délégué 2021/1833, reste adapté à l'évolution rapide des marchés de l'énergie et des matières premières.

## D. ENTITÉ DE COLLECTE UNIQUE

La révision comprend également la demande faite à la Commission d'évaluer si les données sur les transactions de dérivés de matières premières et de dérivés de quotas d'émission pourraient être collectées par une entité unique ([AMAFI / 25-39](#)), tel que le fournisseur du système consolidé de publication (CT) pour les dérivés. Cette analyse doit également examiner comment harmoniser MiFIR

---

<sup>29</sup> [Règlement Délégué \(UE\) 2021/1833](#) de la Commission du 14 juillet 2021 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil par les critères permettant d'établir si une activité doit être considérée comme accessoire par rapport à l'activité principale au niveau du groupe.

et EMIR en ce qui concerne les champs de données, les formats, les technologies de transmission et les destinataires. L'objectif est d'améliorer la cohérence et la qualité des données et d'évaluer quelles informations pourraient être utilement rendues publiques.



## ANNEXE

### NORMES TECHNIQUES DE NIVEAU 2

Lien vers la liste des normes techniques de niveau 2 et leur calendrier de mise en œuvre : [AMAFI\\_MIFIR-MIFID\\_Annexe Cartographie textes N2\\_20260304-document 3.xlsx](#).

