

Mécanismes contre la volatilité des marchés financiers : les éclairages de l'ESMA BJB201p7

Emmanuelle **BOURETZ**
Avocate au barreau de Paris
Associée, Vivien & Associés AARPI
Docteur en droit

L'ESSENTIEL

Le 12 octobre 2023, l'ESMA a publié une instruction de supervision sur le calibrage des mécanismes dits coupe-circuits (*circuit breakers*) mis en œuvre par les plateformes de négociation pour se prémunir contre la volatilité des marchés.

ESMA, *Supervisory Briefing on the calibration of circuit breakers*, 12 oct. 2023, ESMA74-2134169708-6975

NOTE

1. Le *Supervisory Briefing on the calibration of circuit breakers* (ci-après *Supervisory Briefing* ou instruction de supervision)¹ définit plusieurs principes que les autorités nationales compétentes devraient appliquer pour garantir une mise en œuvre efficace des mécanismes dits coupe-circuits (III). Ces principes devraient favoriser une application convergente :

- du 5 de l'article 48 de la directive *MIF 2*² ;
- de l'article 19 du règlement délégué (UE) 2017/584 de la Commission du 14 juillet 2016 (ci-après les RTS 7³) et des orientations de l'ESMA du 27 juin 2017 sur « le calibrage des coupe-circuits et publication des paramètres de suspension de la négociation au titre de la MiFID II » (ci-après les Orientations du 27 juin 2017)⁴ (II).

Quelques observations liminaires permettront de mieux appréhender les développements qui suivent (I).

I. Observations liminaires

2. **Définition.** Les coupe-circuits sont des mécanismes utilisés par les plateformes de négociation – autorisant ou permettant le recours au trading algorithmique dans leurs systèmes – qui permettent de suspendre ou de limiter temporairement la négociation en cas de fluctuation importante d'un prix d'un instrument financier. Ces outils ont été recommandés par des analystes de la *New York Stock Exchange* (bourse de New York) dès 1988 à la suite du krach d'octobre 1987.

3. **Variétés de mécanismes de suspensions de la négociation.** Les suspensions de la négociation (*trading halts*) peuvent prendre deux formes :

- des mécanismes qui interrompent la négociation en continu et qui sont de deux types, à savoir : 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 ; 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 plateforme 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'enchère⁵.

4. **Constats.** Si ces outils ont joué un rôle important dans diverses circonstances – comme au début de la pandémie de Covid-19 en 2020 – et ont, dans l'ensemble, atteint leurs objectifs en contribuant à la gestion des événements à forte volatilité⁶, l'évolution des marchés de dérivés de matières premières et des marchés d'actions en 2022 a mis en évidence que les plateformes de négociation utilisent différents types de mécanismes dont les calibrages diffèrent sensiblement, même lorsqu'elles proposent les mêmes instruments à la négociation et utilisent des protocoles de négociation similaires.

5. **Exemples.** À la suite de l'invasion de l'Ukraine en février 2022, les marchés européens des matières premières énergé-

1 Sur le fondement et la portée des *Supervisory Briefing* de l'ESMA, v. E. Bouretz, « *Supervisory Briefing* de l'ESMA sur le recours à des agents liés : quelles sont ses attentes ? », BJB mars 2023, n° BJB201d7, § 1 et 2.

2 PE et Cons. UE, dir. n° 2014/65, 15 mai 2014, concernant les marchés d'instruments financiers, transposée en droit français par l'ordonnance n° 2016-827 du 23 juin 2016, relative aux marchés d'instruments financiers applicable depuis le 3 janvier 2018, v. cons. 64.

3 Comm. UE, règl. délégué n° 2017/584, 14 juill. 2016 (RTS 7) complétant la directive n° 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation précisant les exigences organisationnelles applicables aux plates-formes de négociation ; RTS : *Regulatory technical standards*. En français normes techniques de réglementation (NRT).

4 ESMA, Orientations sur le calibrage des coupe-circuits et publication des paramètres de suspension de la négociation au titre de la MiFID II (ESMA70-872942901-63), 27 juin 2017, <https://lext.so/8d3YR4>, p. 4.

5 ESMA, Orientations sur le calibrage des coupe-circuits et publication des paramètres de suspension de la négociation au titre de la MiFID II (ESMA70-872942901-63), 27 juin 2017, p. 4.

6 V. ESMA, *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities* (ESMA-50-165-1287), 20 sept. 2020, pts 275-294, p. 59-63, <https://lext.so/cD-UQk> et ESMA, *MiFID II/MiFIR review report on Algorithmic Trading* (ESMA70-156-4572), 28 sept. 2021, <https://lext.so/viM-9s>.