

COM(2021) 727 final

ASSEMBLÉE NATIONALE

QUINZIÈME LÉGISLATURE

SÉNAT

SESSION ORDINAIRE DE 2021-2022

Reçu à la Présidence de l'Assemblée nationale
le 25 janvier 2022

Enregistré à la Présidence du Sénat
le 25 janvier 2022

TEXTE SOUMIS EN APPLICATION DE L'ARTICLE 88-4 DE LA CONSTITUTION

PAR LE GOUVERNEMENT,
À L'ASSEMBLÉE NATIONALE ET AU SÉNAT.

Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (UE) n° 600/2014 en vue de renforcer la transparence des données de marché, de lever les obstacles à la mise en place d'un système consolidé de publication, d'optimiser les obligations de négociation et d'interdire la réception de paiements pour la transmission des ordres de clients

Bruxelles, le 29 novembre 2021
(OR. en)

14382/21

**Dossier interinstitutionnel:
2021/0385(COD)**

EF 370
ECOFIN 1172
CODEC 1550
IA 191

PROPOSITION

Origine:	Pour la secrétaire générale de la Commission européenne, Madame Martine DEPREZ, directrice
Date de réception:	25 novembre 2021
Destinataire:	Monsieur Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, secrétaire général du Conseil de l'Union européenne
N° doc. Cion:	COM(2021) 727 final
Objet:	Proposition de RÈGLEMENT DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL modifiant le règlement (UE) n° 600/2014 en vue de renforcer la transparence des données de marché, de lever les obstacles à la mise en place d'un système consolidé de publication, d'optimiser les obligations de négociation et d'interdire la réception de paiements pour la transmission des ordres de clients

Les délégations trouveront ci-joint le document COM(2021) 727 final.

p.j.: COM(2021) 727 final



Bruxelles, le 25.11.2021
COM(2021) 727 final

2021/0385 (COD)

Proposition de

RÈGLEMENT DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL

modifiant le règlement (UE) n° 600/2014 en vue de renforcer la transparence des données de marché, de lever les obstacles à la mise en place d'un système consolidé de publication, d'optimiser les obligations de négociation et d'interdire la réception de paiements pour la transmission des ordres de clients

(Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE)

{SEC(2021) 573 final} - {SWD(2021) 346 final} - {SWD(2021) 347 final}

EXPOSÉ DES MOTIFS

1. CONTEXTE DE LA PROPOSITION

• Justification et objectifs de la proposition

La présente initiative s'inscrit dans le cadre d'une série de mesures de mise en œuvre de l'union des marchés des capitaux (UMC). Elle vise à renforcer la position des investisseurs, notamment celle des petits investisseurs et des investisseurs de détail¹, en leur permettant d'accéder aux données de marché qui leur sont nécessaires pour investir plus facilement dans des actions ou des obligations, et en renforçant les infrastructures de marché de l'UE. Elle permettra également d'accroître la liquidité du marché, ce qui, en retour, facilitera le financement des entreprises par appel aux marchés des capitaux. Pour atteindre son objectif de mise en place d'un véritable marché unique efficient pour ce type de transactions, la Commission a identifié trois domaines de réexamen prioritaires: renforcer la transparence et la disponibilité des données de marché, améliorer les conditions de concurrence entre les systèmes de négociation, et garantir la compétitivité des infrastructures de marché de l'UE au niveau international. La présente initiative est accompagnée d'une proposition de modification de la directive 2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers (directive MiFID) et fait partie du programme de travail de la Commission pour 2020.

Dans sa communication du 19 janvier 2021 intitulée «Système économique et financier européen: favoriser l'ouverture, la solidité et la résilience»², la Commission européenne a confirmé son intention de proposer des mesures visant à améliorer, à simplifier et à harmoniser davantage la transparence des marchés des capitaux dans le cadre du réexamen du cadre de la MiFID II et du MiFIR (cadre MiFID/MiFIR). Dans le contexte plus général des efforts visant à renforcer le rôle international de l'euro, la Commission a annoncé qu'une telle réforme comprendrait la conception et la mise en œuvre d'un système consolidé de publication, concernant notamment l'émission d'obligations d'entreprises, en vue d'augmenter la liquidité des négociations secondaires³ de titres de créance libellés en euros.

S'agissant de la mise en œuvre d'un système consolidé de publication, la Commission a annoncé dans son plan d'action de 2020 concernant l'UMC⁴ qu'elle présenterait une proposition législative pour la fin de l'année 2021 visant à *créer une base de données centralisée* qui fournirait, pour les actions et instruments financiers assimilés, des données de marché consolidées, c'est-à-dire portant sur les prix et les volumes de titres négociés dans l'Union sur une multitude de plateformes de négociation. Cette base de données centralisée, également appelée «système consolidé de publication»⁵, aurait pour objectif d'«améliorer la transparence globale des prix sur toutes les plateformes de négociation».

¹ Le terme «investisseurs de détail» fait référence à un large éventail d'investisseurs non professionnels.
² <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021DC0032&from=EN>.

³ Le terme «négociation secondaire» fait référence aux activités exercées par des marchés des capitaux et portant sur un instrument financier après l'émission de celui-ci. Cette émission peut par exemple avoir lieu au moyen d'une offre publique initiale (*initial public offering*, ou IPO).

⁴ https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:61042990-fe46-11ea-b44f-01aa75ed71a1.0002.02/DOC_1&format=PDF.

⁵ Le concept de système consolidé de publication est apparu sur les marchés d'actions aux États-Unis à la fin des années 1970. Une bande magnétique y était utilisée comme support de conservation des données. Ce support, encore employé actuellement pour le stockage de données à long terme (sauvegarde et archivage), était alors le principal mode de conservation utilisé.

- **Problèmes que la présente proposition vise à résoudre**

La présente proposition vise à réduire le risque de liquidité et le risque d'exécution des transactions. Le premier risque est lié à un manque de profondeur du marché (c'est-à-dire à un nombre insuffisant de vendeurs et d'acheteurs disposés à négocier), le second, à l'impossibilité d'exécuter la transaction dans une limite de prix ou un délai spécifiques. Ces deux situations sont dues à un manque d'informations correctes, transmises en temps utile, concernant les prix et les volumes disponibles pour les titres négociés, et au risque qu'une transparence insuffisante ne compromette les conditions de négociation boursière et la compétitivité de l'UE en tant que centre financier.

Comme le souligne l'étude réalisée par le cabinet de conseil en stratégie Market Structure Partners (MSP) sur la création d'un système consolidé de publication pour l'UE⁶, le risque de liquidité est dû à la nécessité de prospecter les marchés d'exécution fragmentés de l'Union pour y trouver des intérêts acheteurs et vendeurs permettant d'exécuter intégralement une transaction. En l'absence de vision d'ensemble de toutes les réserves de liquidités disponibles, il peut arriver que certains investisseurs ne puissent pas exécuter toutes leurs transactions ou ne puissent les exécuter que partiellement, ou à un prix moins attractif. L'incidence économique d'une transparence de marché insuffisante peut être déterminée aussi bien en termes de décalage entre le prix théorique au moment de la décision d'investissement et le prix d'exécution final («*implementation shortfall*») dû au fait que les transactions sont exécutées à des prix qui ne reflètent pas la meilleure offre de vente ou d'achat disponible) qu'en termes d'opportunités d'investissement et de négociation manquées. Ces coûts vont à l'encontre des objectifs de l'UMC, qui consistent à garantir des marchés des capitaux intégrés, liquides et performants.

Les répercussions de cette fragmentation des marchés, notamment d'un pays à l'autre, sont particulièrement pénalisantes pour les petits gestionnaires d'actifs et les petites banques. Ces participants au marché n'ont pas les mêmes possibilités que les opérateurs avertis, comme les grandes banques d'investissement du côté vendeur, ou les teneurs de marchés électroniques, de se procurer des données de marché englobant plusieurs plateformes. Ce manque d'informations de marché entraîne le risque de décisions d'investissement inconsidérées, qui pourrait être évité si un système consolidé portant sur l'ensemble du marché était disponible.

Sur les **marchés d'actions**, les gestionnaires d'actifs consultés dans le cadre de l'étude MSP sont d'avis que l'absence de système consolidé et fiable de données de marché a un coût annuel (dû au «*slippage*», ou effet de glissement) se situant entre 0 et 1,0 point de base de la valeur annuelle des échanges. Certaines personnes interrogées ont cité des pertes annuelles encore plus élevées, de plus de 5,0 points de base. Les sociétés ayant répondu à l'étude MSP ne donnent pas toutes la même estimation de ce que coûte cette vision imparfaite du marché. Plus la taille de la société et les ressources disponibles pour recueillir et nettoyer les données sont importantes, plus cette estimation est basse. En appliquant ces estimations à la valeur des actions européennes négociées chaque année, le coût total de l'absence de système consolidé

⁶ MSP (2020), The study on the creation of an EU consolidated tape (étude sur la création d'un système consolidé de publication de l'UE, commandée par la Commission européenne). <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/82763219-1cbe-11eb-b57e-01aa75ed71a1/language-en/format-PDF/source-169654830>.

pour les marchés d'actions peut aller jusqu'à 10,6 milliards d'EUR par an, et près d'un tiers des sociétés qui ont répondu situent ce coût entre 0,5 et 1 milliard d'EUR par an⁷.

Sur les **marchés obligataires**, les gestionnaires d'actifs situent entre 0 et 5 points de base par an le coût, pour leurs stratégies de négociation, de l'absence de système consolidé et fiable de données de marché⁸.

Les risques de liquidité et d'exécution des transactions se rencontrent aussi fréquemment sur les marchés de produits dérivés qui ne sont pas négociés sur des marchés réglementés (également appelés produits «dérivés de gré à gré»). Les marchés de produits dérivés de gré à gré sont des marchés de négociants (dealers), où les grandes banques internationales offrent des contrats personnalisés à leurs clients, qui leur permettent par exemple de prendre des positions pour se protéger de fluctuations ultérieures des prix (opérations de couverture à terme). Les marchés de produits dérivés de gré à gré sont caractérisés par une grande opacité post-négociation. Le rapport statistique annuel de l'AEMF pour 2020⁹ établit que les produits dérivés de gré à gré représentent encore 85 % de la valeur notionnelle des produits dérivés négociés dans l'Union (les 15 % restants étant négociés sur les bourses de valeurs). Étant donné qu'il n'existe actuellement aucun système consolidé de publication des prix des produits dérivés de gré à gré, le pourcentage élevé des transactions portant sur ces produits contribue à l'opacité de leurs prix et, par conséquent, à des asymétries d'information qui nuisent principalement aux petits participants au marché.

L'absence de données de marché consolidées empêche également l'évaluation correcte des portefeuilles et affaiblit la précision des indices de toutes les catégories d'actifs (les indices de référence des actions, des obligations et des produits dérivés européens sont moins fiables). Les actions à forte capitalisation ont la faveur de la plupart des investisseurs, comme l'atteste le grand nombre d'indices d'investissement centrés sur les actions de grandes sociétés cotées (par exemple, les indices DJ 100, S&P 500 et STOXX 600). Ce déficit d'information entraîne une diminution du nombre d'indices comprenant des sociétés à faible capitalisation, et donc une diminution du nombre de fonds indiciels qui canalisent des capitaux vers ce type d'émetteurs (tels que les fonds cotés qui suivent un indice représentatif de sociétés à faible ou moyenne capitalisation).

Déséquilibre dans la négociation des actions: un autre moteur de la proposition de réforme est la nécessité de faire en sorte que le volume de la négociation d'actions sur les plateformes «transparentes» («lit», terme faisant référence à la transparence pré-négociation) de l'UE corresponde approximativement aux ratios observés sur d'autres places financières internationales. Les marchés boursiers font valoir que la diminution de leur part de marché dans la négociation d'actions nuit au renforcement des marchés des capitaux de l'Union, puisque seuls les bourses de valeurs et les systèmes multilatéraux de négociation («*multilateral trading facilities*» ou MTF) offrent une transparence totale en matière de prix acheteurs et vendeurs (données pré-négociation) et de transactions exécutées (données post-négociation), et contribuent à la formation des prix. Les banques et les entreprises d'investissement affirment au contraire que les plateformes «lit» ont maintenu, et même augmenté, leur part de marché dans l'UE. L'importance de conserver un équilibre entre marchés boursiers traditionnels, plateformes de négociation alternatives, banques d'investissement et autres opérateurs offrant des systèmes de négociation est parfaitement

⁷ Étude MSP, tableau 14, p. 42.

⁸ Étude MSP, tableau 15, p. 43.

⁹ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-1355_mifid_asr.pdf.

reconnue. Le présent réexamen comprend donc des modifications visant à préserver cet équilibre.

Compétitivité des marchés financiers de l'UE: certaines dispositions du cadre réglementaire actuel ont été des sources d'insécurité juridique pour les participants au marché. Les clauses relatives au libre accès concernant les produits dérivés cotés ont été suspendues plusieurs fois par les colégislateurs pour diverses raisons. La Commission estime nécessaire d'abroger ces dispositions afin de stimuler la concurrence, l'innovation et le développement des produits dérivés cotés dans l'UE, d'une part, et de renforcer les capacités de compensation dans l'UE, d'autre part. Cela correspondra aussi à une tendance longue, au niveau international, à l'intégration verticale des capacités de négociation et de compensation pour ces types de produits dérivés. Cette tendance s'explique par le fait que l'innovation en matière de produits dérivés cotés est desservie par l'obligation dite de «libre accès», car celle-ci n'incite pas à lancer de nouveaux contrats sur des produits dérivés cotés, dans la mesure où les concurrents ne sont quant à eux pas obligés d'effectuer d'investissement initial. De même, les bourses de valeurs ne seraient plus contraintes d'accepter que des chambres de compensation non affiliées garantissent leurs opérations post-négociation. La présente proposition vise également à mieux délimiter l'obligation de négociation pour les actions («*share trading obligation*» ou STO) pour la restreindre spécifiquement aux codes ISIN de l'UE. En outre, elle introduit une possibilité de suspension de l'obligation de négociation pour les produits dérivés («*derivatives trading obligation*» ou DTO) pour certaines entreprises d'investissement confrontées à des obligations redondantes dans le cadre de leurs interactions avec des contreparties hors UE sur des plateformes non-UE.

- **Cohérence avec les dispositions existantes dans le domaine d'action**

La présente initiative s'appuie sur les règles existantes qui régissent la participation aux marchés des capitaux de l'Union européenne et les améliore. En 2007, la directive **MiFID I**¹⁰ a introduit la concurrence sur le marché de la négociation d'actions. Les versions ultérieures du texte ont étendu cette concurrence à la négociation de catégories d'actifs autres que des actions ou instruments assimilés, comme les obligations et les produits dérivés. En conséquence, lorsqu'un courtier ou un investisseur souhaite exécuter un ordre d'achat ou de vente d'un actif, il a le choix entre différentes plateformes, comme un marché réglementé, un système multilatéral de négociation («*multilateral trading facility*» ou MTF), une plateforme d'échanges opaque («*dark pool*»)¹¹ ou un internalisateur systématique (IS).

Depuis la mise en application de la MiFID I, le nombre total des plateformes multilatérales et des IS couvrant toutes les catégories d'actifs dans l'EEE a augmenté de 344 unités, pour atteindre un total de 476¹². Chaque plateforme de négociation publie des rapports de données de marché distincts. Peu après la mise en œuvre de la MiFID I, les problèmes de

¹⁰ Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil (JO L 145 du 30.4.2004, p. 1).

¹¹ Les plateformes d'échanges opaques sont des MTF ou des marchés réglementés (ou des segments spécialisés de ces systèmes ou marchés) qui bénéficient d'une dérogation à l'application des règles de transparence pré-négociation.

¹² Ces données reposent sur les chiffres de 2021 provenant du registre des entités MiFID tenu par l'AEMF. Un schéma du marché reprenant les principales catégories d'actifs est disponible à l'annexe 4.

fragmentation des données de marché et de monopoles sur les données de marché¹³ ont surgi au premier plan, principalement sur les marchés d'actions.

En application depuis le 3 janvier 2018, le **MiFIR**¹⁴ reconnaît les avantages de la transparence et de la consolidation des données de marché pour la communauté des investisseurs.

Afin de préserver un environnement de négociation équilibré, il serait bénéfique d'apporter certains ajustements aux règles de transparence qui régissent les négociations sur les bourses de valeurs et sur les autres plateformes ou les négociations passant par des internalisateurs systématiques (banques d'investissement et teneurs de marché). Le recours à certaines dérogations aux règles de transparence est jugé responsable du pourcentage relativement faible des opérations sur actions exécutées sur des plateformes qui garantissent la transparence des cours. La législation actuelle prévoit déjà des règles pour limiter le recours aux dérogations aux obligations les plus fréquemment utilisées. Des dispositions comme le «double plafonnement des volumes» ont pour objectif d'imposer une limite supérieure (un plafond) au volume d'actions que les participants au marché peuvent négocier dans le cadre d'une telle dérogation. Mais ces règles, outre que leur administration nécessite des ressources considérables de la part des autorités de réglementation, se sont avérées trop rigides et complexifient inutilement le fonctionnement des marchés d'actions. Il est donc prévu, dans le cadre de la révision, de simplifier l'articulation complexe qui existe entre les dérogations en matière de transparence et le double plafonnement des volumes.

Par ailleurs, en ce qui concerne la consolidation des données, le concept de «fournisseur de système consolidé de publication» («*consolidated tape provider*» ou CTP)¹⁵ est déjà contenu dans le MiFIR. L'idée sous-jacente est que les bourses de valeurs et les plateformes de négociation alternatives enverraient des flux de données en temps réel à un CTP accrédité. Ce dernier mettrait ces mêmes informations à la disposition du public, à un coût «raisonnable» et en utilisant un étiquetage et des formats de données identiques.

Les règles actuelles concernant le système consolidé de publication reposent sur une consolidation par des acteurs privés (consolidateurs concurrents) des données de marché émanant des diverses plateformes d'exécution. Selon les dispositions du MiFIR, plusieurs CTP peuvent se livrer concurrence, mais à défaut, il peut aussi n'y en avoir qu'un seul. Or à ce jour, divers obstacles font qu'aucun fournisseur ne s'est présenté.

La proposition de réforme du MiFIR vise à lever ces obstacles. Elle modifie les dispositions du MiFIR relatives au système consolidé de publication afin de faciliter l'émergence d'un CTP pour chaque catégorie d'actifs (actions, fonds cotés, obligations et instruments dérivés).

- **Cohérence avec les autres politiques de l'Union**

La politique de l'Union européenne relative aux services financiers encourage la transparence et la concurrence. Ces objectifs stratégiques s'étendent aux données de marché essentielles. Dans le cadre du plan d'action concernant l'union des marchés des capitaux (UMC), l'Union

¹³ Rapport du cabinet de consultance financière Copenhagen Economics (2018), «*Pricing of market data*» (Coûts des données de marché).

¹⁴ 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).

¹⁵ Initialement introduites dans la MiFID II, les dispositions relatives au CTP ont été déplacées vers le MiFIR, dont les modifications entreront en vigueur le 1^{er} janvier 2022.

entend créer un système qui donne une vision intégrée de ses marchés de négociation. Un système consolidé de publication fournira des données consolidées sur les prix et le volume des titres négociés dans l'UE, améliorant ainsi la transparence globale des prix sur toutes ces plateformes. En améliorant considérablement l'accès des investisseurs aux données de marché à l'échelle de toute l'Europe, il renforcera également la concurrence entre ces plateformes.

2. BASE JURIDIQUE, SUBSIDIARITÉ ET PROPORTIONNALITÉ

• Base juridique

Le cadre MiFID/MiFIR est le corpus réglementaire régissant la participation aux marchés européens des capitaux. Il se compose d'une directive (directive 2014/65/UE, MiFID II) et d'un règlement [règlement (UE) n° 600/2014, MiFIR]. La base juridique de l'adoption du MiFIR est l'article 114 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE). La présente proposition de réforme a pour objectif d'améliorer la qualité et la consolidation des données de marché en modifiant les dispositions existantes du MiFIR relatives à ces données. Elle devrait donc elle aussi relever de la même base juridique.

En particulier, l'article 114 du TFUE confère au Parlement européen et au Conseil la compétence d'arrêter des mesures en faveur du rapprochement des dispositions législatives, réglementaires et administratives des États membres qui ont pour objet l'établissement et le fonctionnement du marché intérieur. L'article 114 du TFUE autorise l'UE à prendre des mesures non seulement pour lever les obstacles actuels à l'exercice des libertés fondamentales, mais aussi pour prévenir, s'ils sont suffisamment prévisibles de façon concrète, l'apparition de tels obstacles, notamment ceux de nature à empêcher les opérateurs économiques, y compris les investisseurs, de tirer pleinement parti des avantages qu'offre le marché intérieur. Par conséquent, l'article 114 du TFUE est la base juridique appropriée pour lever les obstacles à la consolidation des données qui résultent des facteurs suivants: 1) morcellement des sources de données de marché; 2) manque de clarté des normes de publication des données de marché; et 3) complexité des modalités de licence pour ces données. Tels sont les principaux facteurs qui empêchent d'avoir une vision consolidée des données sur la liquidité des négociations dans l'ensemble de l'Union.

Plus particulièrement, l'absence persistante d'une base de données centralisée affichant les données de marché relatives aux titres échangés sur les plateformes de négociation de l'UE empêche les investisseurs de l'UE, autres que les plus avertis, d'avoir une vision d'ensemble leur permettant de choisir les meilleures possibilités d'investissement. Elle perpétue les asymétries d'information existantes, qui empêchent les investisseurs de pleinement tirer profit du marché unique. Par conséquent, l'article 114 du TFUE apparaît comme la base juridique la plus appropriée pour résoudre ces problèmes de manière exhaustive et uniforme et éviter une fragmentation du marché.

• Subsidiarité (en cas de compétence non exclusive)

Selon le principe de subsidiarité énoncé à l'article 5, paragraphe 3, du TFUE, une action au niveau de l'UE ne devrait être entreprise que lorsque les objectifs ne peuvent pas être atteints de manière suffisante par les États membres, et peuvent l'être mieux, en raison des dimensions ou des effets de l'action envisagée, au niveau de l'Union.

Les marchés de négociation des différentes catégories d'instruments financiers sont répartis dans l'ensemble de l'Union. La consolidation des données de marché publiées par ces plateformes de négociation nécessite donc un corpus réglementaire applicable dans toute

l'Union. Une action au niveau des différents États membres ne répondrait pas efficacement à la nécessité de consolider les données de marché dans toute l'Union. Les États membres pourraient essayer d'harmoniser les normes de publication de ces données et les conditions de licence d'un consolidateur de données de marché en légiférant au niveau national. Mais des mesures à l'échelon national ne peuvent résoudre les problèmes dus à la fragmentation des données de marché à l'échelle de l'Union.

Différents États membres pourraient adopter des normes divergentes ou établir des régimes de licence différents pour les consolidateurs de données de marché. Certains États membres pourraient s'abstenir de toute intervention. Étant donné que la consolidation des données de marché doit s'effectuer dans toute l'Union, il est à la fois plus efficace et plus efficient de définir au niveau de l'Union les normes de publication et les conditions de licence nécessaires pour obtenir une vue d'ensemble de tous ses marchés de négociation. Cette standardisation des rapports de données et des critères de licence s'appliquerait uniquement au fournisseur du système consolidé de publication des données de marché. Les dispositions proposées ne s'appliqueraient donc pas aux licences de données de marché qui ne contribuent pas à la publication d'un flux consolidé de données.

- **Proportionnalité**

La proposition d'harmonisation des normes en matière de données de marché et des critères d'octroi de licence de données de marché pour les fournisseurs de système consolidé de publication n'excède pas ce qui est nécessaire pour atteindre les objectifs définis. Une mosaïque de lois nationales portant sur certaines mesures énoncées dans la présente proposition ne permettrait pas de réaliser les objectifs de consolidation des données de marché visant à permettre à un plus vaste éventail de participants au marché d'accéder à ces informations. Pour remédier aux problèmes de qualité des données de marché et aux difficultés liées à l'octroi de licences sur celles-ci, il convient, comme proposé ici, d'harmoniser les modalités de transmission de ces données et d'imposer le respect de ces normes déclaratives lors de la fourniture de ces données au fournisseur du système consolidé de publication.

- **Choix de l'instrument**

Une modification du règlement MiFIR est l'instrument juridique le plus approprié pour résoudre les problèmes liés à l'absence de vision d'ensemble des données de marché essentielles pour l'ensemble des marchés de l'UE, en ce qu'elle permet de modifier certaines dispositions du MiFIR et d'y inclure de nouvelles exigences. Le recours à un règlement, qui est directement applicable sans nécessiter de législation nationale, limitera la possibilité d'introduction de mesures divergentes par les autorités compétentes au niveau national, garantira une approche cohérente et renforcera la sécurité juridique dans toute l'UE (par exemple, en contraignant les bourses de valeurs des différents États membres à fournir des données de marché essentielles).

3. RÉSULTATS DES ÉVALUATIONS EX POST, DES CONSULTATIONS DES PARTIES INTÉRESSÉES ET DES ANALYSES D'IMPACT

- **Évaluations ex post et bilans de qualité de la législation existante**

La première consultation des parties intéressées menée par la Commission après l'entrée en application des dispositions MiFID/MiFIR en janvier 2018 a eu lieu entre février et mai 2020 (voir ci-dessous). Elle a mis en lumière le fait que la plupart des investisseurs n'ont pas une

vue complète des données relatives aux prix et aux volumes disponibles (c'est-à-dire à la liquidité) lorsqu'ils décident d'investir sur les marchés des capitaux de l'Union.

Cette consultation a montré que les produits utilisés en propre («propriétaires») par différentes bourses de valeurs pour consolider les données de marché en vertu de la MiFID I et du cadre MiFID/MiFIR n'offraient pas une vue d'ensemble de tous les marchés de négociation. Les liquidités disponibles sur les marchés alternatifs (MTF/OTF) et par l'intermédiaire des banques d'investissement qui négocient des instruments financiers en engageant leurs propres stocks (internalisateurs systématiques ou IS) ne sont pas reprises dans ces flux de données propriétaires. Cela engendre d'importantes asymétries d'information, puisque les volumes négociés sur ces plateformes alternatives peuvent représenter jusqu'à 50 % des volumes d'échanges quotidiens.

Les courtiers en valeurs mobilières et les courtiers-négociants sont responsables de l'exécution au mieux des transactions, ce qui signifie qu'ils doivent obtenir les conditions les plus avantageuses pour les investisseurs en termes de prix et de coût (explicite ou implicite) total¹⁶. Le terme «exécution au mieux» signifie que les courtiers doivent informer leurs clients des prix auxquels ils ont acheté et vendu, en les comparant aux prix et aux volumes disponibles sur différentes bourses de valeurs et plateformes de négociation alternatives au moment de l'exécution de la transaction. L'absence de système consolidé offrant une vue d'ensemble de tous les marchés de négociation pose problème lorsqu'un instrument financier n'est pas négociable que sur un seul marché de cotation, mais l'est aussi sur plusieurs plateformes concurrentes. Les investisseurs ont et devraient continuer d'avoir le choix entre plusieurs plateformes concurrentes, mais ils doivent actuellement se contenter de données de marché ne couvrant que des plateformes individuelles. Par conséquent, ils disposent d'un accès insuffisant à des données de marché consolidées et comparables, ce qui ne leur permet pas de savoir s'ils auraient obtenu de meilleures conditions d'exécution sur une autre plateforme. Ils ne peuvent donc pas **demandeur des comptes à leurs courtiers et courtiers-négociants en valeurs mobilières** sur l'exécution au mieux de leurs ordres de négociation.

La consultation a également révélé des problèmes importants relatifs au coût de la collecte des données de marché auprès de multiples sources. Le coût de l'obtention de données de marché auprès de contributeurs (connexion et obtention d'une licence) représente actuellement environ deux tiers du coût total de la consolidation de ces données. C'est pour cette raison que les fournisseurs de données qui les mettent à la disposition des utilisateurs ont tendance à restreindre l'éventail de leurs sources. De ce fait, les investisseurs n'ont pas de vision d'ensemble de la liquidité disponible sur tous les marchés de négociation, et la plupart d'entre eux ne peuvent assumer les coûts liés à l'obtention d'un ensemble plus consolidé.

Entre la fin de 2019 et 2021, l'AEMF a effectué des analyses exhaustives du cadre MiFID/MiFIR ciblées principalement sur les points mentionnés dans les clauses de révision de l'article 90 de la MiFID et de l'article 52 du MiFIR, et a publié des rapports d'examen avec des recommandations de modifications du cadre juridique¹⁷. Ces rapports sont

¹⁶ Les coûts explicites sont les coûts d'exécution d'une transaction (dont les commissions du courtier et de la plateforme de négociation), tandis que les coûts implicites se rapportent à l'impact de la transaction en termes de liquidité.

¹⁷ L'AEMF a publié les rapports d'examen suivants:

- «*MiFID II/MiFIR Review Report No. 1 On the development in prices for pre- and post-trade data and on the consolidated tape for equity instruments*» (Rapport d'examen n° 1 sur la MiFID II et le MiFIR concernant l'évolution des prix des données pré-négociation et post-négociation, et le

fondés sur des consultations publiques exhaustives et comprennent des recommandations précises sur des questions liées à la structure de marché, et notamment au régime de transparence actuel.

Plus particulièrement, dans son rapport d'examen n° 1 sur la MiFID II et le MiFIR¹⁸, l'AEMF a constaté que la fragmentation des sources de données de marché renforçait la dépendance à de multiples flux de données, dont chacun appartient en propre à une plateforme spécifique et qui n'offrent donc qu'une vue partielle de la liquidité disponible. Il est difficile de vérifier si toutes les sources de données de marché offrent un accès juste, équitable et rapide à leurs données, en raison de la complexité des modalités de licence concernant les données de marché exclusives, et de la manière dont est contrôlé le respect des restrictions d'utilisation. Le fait que les données relatives aux négociations provenant de différentes plateformes soient uniques et non interchangeables s'est traduit par des accords de licence de données de plus en plus complexes et coûteux. Les entreprises qui reçoivent des données de marché sont donc confrontées à des difficultés significatives dans la gestion des modifications constantes de ces accords, ce qui entraîne des coûts et des risques de fonctionnement; souvent, elles doivent aussi assumer le coût d'audits complexes de leurs licences, qui leur sont imposés par les fournisseurs de données par l'intermédiaire de redevances ex post.

L'hétérogénéité des politiques de prix concernant les données de marché dans le marché unique fait qu'il est difficile pour un consolidateur de données d'obtenir un accès juste, équitable et rapide à des flux propriétaires. Dans son rapport sur le système consolidé de publication, l'AEMF considère que les dispositions actuelles de la MiFID II n'obligent pas les plateformes de négociation et les APA à transmettre des données de marché à un système consolidé de publication à des conditions justes et raisonnables. Elle propose donc d'obliger les plateformes de négociation et les APA à transférer des données au système consolidé de publication, soit i) sur demande, soit ii) selon des critères régissant la fixation des prix (ainsi que les conditions d'utilisation) de leurs contributions.

D'après l'AEMF, le cadre MiFID/MiFIR n'a pas rempli son objectif d'une plus grande clarté en matière de licence et de fixation du prix des données de marché exclusives. Les prix des

système consolidé de publication pour les actions et instruments assimilés): [mifid ii mifir review report no 1 on prices for market data and the equity ct.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-2682_mifidii_mifir_review_report_no_1_on_prices_for_market_data_and_the_equity_ct.pdf) (europa.eu)

- «*MiFID II/MiFIR Review Report on the transparency regime for equity and equity-like instruments, the double volume cap mechanism and the trading obligations for shares*» (Rapport d'examen sur la MiFID II et le MiFIR concernant le régime de transparence pour les actions et instruments assimilés, le mécanisme de double plafonnement des volumes et les obligations de négociation pour les actions): https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-2682_mifidii_mifir_report_on_transparency_equity_dvc_tos.pdf
- «*MiFIR report on systematic internalisers in non-equity instruments*» (Rapport sur le MiFIR concernant les internalisateurs systématiques pour les instruments autres que des actions ou instruments assimilés): https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-2756_mifidii_mifir_report_on_systematic_internalisers.pdf
- «*MiFID II/MiFIR Review Report on the transparency regime for non-equity instruments and the trading obligation for derivatives*» (Rapport d'examen de la MiFID II et du MiFIR concernant le régime de transparence pour les instruments autres que des actions ou instruments assimilés et l'obligation de négociation pour les produits dérivés): https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-3329_mifid_ii_mifir_review_report_on_the_transparency_regime_for_non-equity_instruments.pdf

¹⁸ Rapport d'examen n° 1 de l'AEMF sur la MiFID II et le MiFIR concernant l'évolution des prix des données pré-négociation et post-négociation, et le système consolidé de publication pour les actions et instruments assimilés.

données de marché, en particulier des plus demandées, comme les données non affichées, ont augmenté depuis 2017. Selon une chambre professionnelle, les coûts totaux d'obtention de données d'une petite entreprise de négociation qui aurait accès à plusieurs plateformes ont augmenté de 27 %, passant de 917 000 EUR en 2016 à 1,16 million d'EUR en 2019¹⁹. L'AEMF préconise également la mise en place d'un système consolidé de publication qui partagerait ses recettes avec les entités qui y contribuent, et où les données consolidées seraient publiées dans des délais aussi proches du temps réel que le permettent les moyens techniques.

Dans son rapport d'examen sur la MiFID II et le MiFIR concernant le régime de transparence pour les actions et instruments assimilés, le mécanisme de double plafonnement des volumes et les obligations de négociation pour les actions, l'AEMF a passé en revue le régime de transparence du MiFIR pour les actions et instruments assimilés et fait des propositions de modifications ciblées. Ce rapport comprend également des recommandations relatives à d'autres dispositions majeures en matière de transparence, notamment l'obligation de négociation pour les actions et les dispositions en matière de transparence applicables aux internalisateurs systématiques qui négocient sur des actions et instruments assimilés.

Dans son rapport d'examen sur le MiFIR concernant le régime de transparence pour les instruments autres que des actions ou instruments assimilés²⁰, l'AEMF a conclu que le régime actuel était trop complexe, et qu'il ne garantissait pas toujours la transparence aux participants au marché. Elle a proposé plusieurs pistes d'amélioration:

- supprimer la dérogation spécifique et la possibilité d'une publication différée pour, respectivement, les ordres et les transactions supérieurs au seuil de «la taille spécifique à l'instrument»;
 - rationaliser le régime de publication différée, en instaurant un système simplifié fondé sur le masquage des volumes et sur une publication complète après deux semaines, et supprimer les options supplémentaires de publication différée dont disposent les autorités nationales compétentes en vertu des dispositions actuelles du MiFIR;
 - transformer la possibilité de suspension temporaire des clauses de transparence du MiFIR accordée aux autorités nationales compétentes en un mécanisme coordonné à l'échelle européenne;
 - prévoir la possibilité de suspendre dans un délai très court l'application de l'obligation de négociation pour les produits dérivés, comme dans le mécanisme prévu par le règlement sur l'infrastructure du marché européen (EMIR); et
 - compléter les critères utilisés pour accorder l'équivalence à des plateformes de négociation de pays tiers aux fins de l'obligation de négociation pour les produits dérivés par des conditions relatives à la transparence et à l'accès non discriminatoire.
- **Qui est affecté par l'inefficacité du cadre de transparence?**

¹⁹ Rapport d'examen n° 1 de l'AEMF sur la MiFID II et le MiFIR concernant l'évolution des prix des données pré-négociation et post-négociation, et le système consolidé de publication pour les actions et instruments assimilés, p. 17.

²⁰ Rapport d'examen de l'AEMF sur la MiFID II et le MiFIR concernant le régime de transparence pour les instruments autres que des actions ou instruments assimilés et l'obligation de négociation pour les produits dérivés.

Les **participants au marché** sont tenus de respecter des obligations de transparence très complexes, notamment en ce qui concerne l'application des dérogations, la publication différée et le double plafonnement des volumes, ce qui entraîne des coûts administratifs élevés préjudiciables à la compétitivité globale des plateformes de l'UE et fait peser une charge indue sur les participants au marché de l'UE. La rationalisation des règles de transparence bénéficierait à toute la communauté des investisseurs en améliorant la disponibilité des données relatives aux négociations et en réduisant les coûts d'exécution. Elle renforcerait aussi la transparence des prix dans l'Union.

Les **fournisseurs de données** offrent déjà une version consolidée, qui leur est propre, de données provenant de plusieurs sources. Toutefois, aucun d'entre eux n'est en mesure de fournir une vision complète des échanges effectués dans l'UE pour une catégorie donnée d'actifs. En outre, comme chacun interprète les champs de données et choisit les plateformes qu'il souhaite inclure, leur offre varie non seulement en termes de couverture du marché, mais aussi de précision et d'étiquetage, avec des résultats différents pour un même titre.

Les coûts associés à la production et la normalisation de données de mauvaise qualité entraînent des frais supplémentaires, et les **gestionnaires d'actifs et de portefeuille** se plaignent des frais élevés que leur facturent ces fournisseurs pour leurs flux de données²¹. La gestion des risques de liquidité et d'exécution des transactions sur toute une journée de cotation est par conséquent très onéreuse pour **tous les investisseurs** et leurs intermédiaires. En outre, les investisseurs ne peuvent demander des comptes à leurs courtiers sur l'exécution au mieux de leurs ordres, puisque pour pouvoir vérifier si cette exécution a bien eu lieu au meilleur prix, il faut actuellement être abonné au flux de données de marché propriétaire produit par un **fournisseur de données**, ou proposé par chaque **marché boursier** pour sa plateforme.

- **Consultation des parties intéressées**

Le 28 juin 2019, la Commission a organisé un atelier pour solliciter l'avis des parties intéressées concernant la création d'un système consolidé de publication dans l'UE, qui a rassemblé 80 participants au marché pour discuter des avantages et des caractéristiques techniques d'un CTP de l'UE, ainsi que des obstacles à la création de ce système. Les participants étaient des experts de la négociation ou des données de marché représentatifs des acheteurs, des fournisseurs de données, des plateformes de négociation, et, du côté réglementaire, des représentants de l'AEMF et de plusieurs autorités nationales compétentes. De façon générale, les participants, quelle que soit leur catégorie, étaient d'avis qu'un tel instrument pourrait être utile, même si les opinions différaient quant aux caractéristiques optimales d'un tel système.

Le 17 février 2020, la DG FISMA a publié une consultation publique concernant le réexamen du cadre MiFID/MiFIR, visant à recueillir des éléments concrets auprès des intéressés, et de manière plus générale, auprès de citoyens de l'UE, sur le fonctionnement global de ce régime deux ans après sa mise en application. Les parties intéressées avaient jusqu'au 18 mai 2020 pour exprimer leur point de vue via le portail en ligne EU Survey. Quatre cent cinquante-huit (458) participants (acheteurs, vendeurs, utilisateurs finaux, plateformes de négociation,

²¹ Association européenne de la gestion d'actifs et de fonds (EFAMA) (2021), «*Joint statement by EFAMA and EFSA on Consolidated Tape and market data costs*» (Déclaration commune de l'EFAMA et de l'EFSA concernant le système consolidé de publication et les coûts relatifs aux données de marché), <https://www.efama.org/newsroom/news/joint-statement-efama-and-efsa-consolidated-tape-and-market-data-costs>

fournisseurs de données et autorités réglementaires) ont répondu à cette consultation publique sur plusieurs sujets, dont le fonctionnement du cadre de transparence, le système consolidé de publication, et les obligations de négociation pour les actions et les produits dérivés.

Outre ce qui précède, la Commission a étudié attentivement les enjeux de ce réexamen et commandé une étude exhaustive visant à les définir et à les évaluer ex ante, l'objectif final étant d'éclairer la prise de décision.

Enfin, les services de la Commission ont eu de nombreux contacts bilatéraux avec un large éventail de parties prenantes, en particulier des entreprises spécialisées dans l'agrégation de données de marché, ce qui leur a permis de parfaire leur analyse et de préciser l'approche politique à suivre.

- **Obtention et utilisation d'expertise**

La présente proposition s'appuie sur l'expertise des autorités compétentes de l'UE qui surveillent l'activité des plateformes de négociation, ainsi que sur celle des opérateurs de marché. En outre, la Commission suit avec attention les évolutions à l'œuvre dans d'autres pays (en particulier aux États-Unis et au Canada) qui ont déjà mis en place un système consolidé de publication, et les éventuelles modifications que ces pays envisagent d'y apporter. La Commission a examiné les différentes solutions possibles et a évalué si elles pourraient s'appliquer à la situation de l'UE.

- **Analyse d'impact**

Le comité d'examen de la réglementation a passé en revue l'analyse d'impact, qui était ciblée sur la mise en place d'un cadre de consolidation des données de marché²². D'autres points mentionnés dans la présente proposition ont déjà été traités de manière exhaustive dans les différents rapports de l'AEMF sur le fonctionnement du cadre MiFIR, raison pour laquelle ils n'ont pas été traités dans l'analyse d'impact.

L'analyse d'impact propose cinq options pour atteindre l'objectif de consolidation des données de marché:

Option 1 – Auto-agrégation. Les auto-agrégateurs de données de marché sont définis comme des participants au marché qui collectent et consolident des données de marché pour leur usage interne. Les teneurs de marché électronique (entreprises de trading à haute fréquence) ou les grandes banques d'investissement disposent des moyens nécessaires pour devenir des auto-agrégateurs. Les auto-agrégateurs collecteraient des données de marché provenant des marchés de négociation et les consolideraient directement en interne (**consolidation décentralisée**). Après enregistrement auprès de l'AEMF en tant qu'«**auto-agrégateurs**», les participants au marché pourraient collecter toutes les données de marché essentielles (harmonisées) et les consolider uniquement pour leur usage interne (l'harmonisation des règles de déclaration réduit le coût de la consolidation). Les auto-agrégateurs ne publieraient pas de flux consolidé de données. Afin d'éviter un système complexe d'accords de licence individuels avec, le plus souvent, des centaines de plateformes d'exécution ou leurs APA agissant en tant que contributeurs, toutes les sources de données de marché devraient mettre des données de marché essentielles standardisées à la disposition des auto-agrégateurs (contributions obligatoires).

²² La synthèse et l'avis du comité d'examen de la réglementation sont disponibles à l'adresse suivante: [insérer le lien]

Option 2 – Consolidateurs concurrents. Ce modèle propose également une **approche décentralisée** pour la consolidation des données de marché essentielles. Après enregistrement auprès de l’AEMF, les consolidateurs concurrents pourraient collecter des données de marché harmonisées auprès de chaque source (plateforme de négociation ou APA) et les consolider ensuite dans le centre de données correspondant à la zone géographique de chaque abonné (ce qui éviterait de les consolider sur une plateforme centrale). Ce modèle décentralisé de consolidation des données vise à résoudre les problèmes de dispersion géographique et de latence des données en permettant à chaque abonné aux données de marché de voir la réalité de son marché local. Chaque abonné pourrait ainsi connaître le meilleur prix disponible dans sa zone géographique. Ce modèle décentralisé vise à contrer une critique fréquente concernant un système consolidé de publication: le fait que l’«exécution au mieux» est une réalité locale, valable à un moment donné, à l’endroit précis où se trouve le courtier qui l’exécute.

Option 3 – Consolidation par les marchés boursiers. Le modèle de consolidation par les marchés boursiers est un «modèle en étoile» centralisé. Chaque marché boursier deviendrait le consolidateur exclusif des données relatives aux titres ou autres instruments cotés sur sa plateforme. Chaque bourse deviendrait ainsi le consolidateur (la plaque tournante) de toutes les données de marché concernant sa cote («titres soumis à l’obligation de déclaration»). En pratique, cette option 3 aboutirait par exemple à un flux consolidé distinct pour chaque bourse présente en Europe (Euronext, la Deutsche Börse, le NASDAQ OMX, la BME, la Bourse de Vienne ou la Bourse de Varsovie, par exemple).

Option 4 – Un consolidateur unique et indépendant pour chaque catégorie d’actifs. Ce consolidateur unique fonctionnerait selon un «modèle en étoile» centralisé pour chaque catégorie d’actifs (actions, fonds cotés, obligations et instruments dérivés). Selon cette approche, les consolidateurs de données exclusifs collecteraient les données relatives à des actions spécifiques auprès de plateformes géographiquement séparées et les consolideraient dans un centre de données unique, à partir duquel ils les retransmettraient ensuite à leurs abonnés situés dans d’autres zones géographiques. Par rapport à un modèle de fonctionnement décentralisé, ce modèle centralisé serait donc un peu moins précis en ce qui concerne les délais de fourniture des offres pré-négociation dans le flux consolidé, mais il garantirait une intégration plus poussée des données et un meilleur mécanisme de participation aux recettes.

Option 5 – Règle de concentration. Toutes les transactions étant concentrées sur le marché de cotation, pour les actions cotées (ou sur le principal centre de liquidité existant, pour les instruments autres que des actions ou instruments assimilés), il n’est pas nécessaire que les données de marché essentielles soient consolidées (de manière exclusive ou non) par un consolidateur de données de marché. Cette option ne comporterait pas la création d’un système consolidé de publication. Elle viserait plutôt à consolider (indirectement) les flux de données de marché en concentrant sur des plateformes d’exécution spécifiques les transactions portant sur certaines catégories d’actifs.

Options privilégiées pour la consolidation des données de marché:

Les deux options privilégiées sont l’option 2 (plusieurs consolidateurs concurrents) et l’option 4 (un consolidateur unique et indépendant). En termes d’optimisation de la qualité et de délais de transmission des données de marché, le modèle de consolidation décentralisée de l’option 2 l’emporte de peu sur le modèle de consolidation centralisée (option 4). En revanche, l’appel d’offres de l’option 4 confère une plus grande latitude à l’AEMF pour confier le rôle de consolidateur à un tout nouvel entrant sur le marché. Elle pourrait sélectionner un consolidateur qui soit totalement indépendant, à la fois des contributeurs en données de

marché et des sociétés de données de marché, et qui applique un mécanisme plus efficient de participation aux recettes.

À l'inverse, l'option 2 permettrait probablement aux sociétés de données de marché actuelles de mettre à profit leur expertise en agrégation de données pour pénétrer ce nouveau marché des données consolidées. Bien que cette option facilite l'entrée sur le marché, avec des frais de mise en service et des coûts de fonctionnement potentiellement moins élevés, elle entraîne aussi le risque que nombre de ces nouveaux consolidateurs fassent partie de groupes financiers établis et n'échappent donc pas à d'éventuels conflits d'intérêts.

Pour **garantir une rémunération équitable des contributeurs en données de marché**, l'analyse d'impact a envisagé trois options:

Option 2.1 – Contribution obligatoire et assignation d'«objectifs de recettes minimales» aux consolidateurs de données de marché. Toutes les sources de données de marché seraient tenues de fournir des données de marché essentielles normalisées aux agrégateurs de données de marché (contribution obligatoire). Pour dégager des recettes supplémentaires au profit de contributeurs, des «objectifs de recettes minimales» feraient partie du processus de sélection d'un consolidateur unique (option 4) ou de l'enregistrement de consolidateurs concurrents (option 2). Ces objectifs seraient définis et revus régulièrement par un comité d'administration indépendant. Ils tiendraient compte des différentes utilisations que font les abonnés du flux consolidé de publication, ainsi que de paramètres tels que la redistribution commerciale, le référencement de prix, l'indexation, la syndication ou la vente des données de marché aux médias. Les objectifs de recettes concernant les utilisateurs professionnels pourraient être fixés à des niveaux suffisants pour couvrir en grande partie le coût d'un accès individuel gratuit ou à moindres frais aux données.

Option 2.2 – Contribution obligatoire et redevances légales d'abonnement. Cette option prévoit une redevance minimale légale d'abonnement pour le flux de données de marché consolidées. Subordonner les contributions obligatoires à un «modèle de participation aux recettes» permettrait de créer une communauté d'intérêts entre les contributeurs en données de marché et les consolidateurs de ces données. En fixant des redevances planchers pour l'utilisation de données de marché essentielles, les contributeurs en données de marché auraient part au succès commercial des flux de données de marché consolidées et partageraient avec les consolidateurs les risques liés à ce produit. Les redevances d'abonnement seraient calculées et revues régulièrement par un comité d'administration indépendant.

Option 2.3 – Contribution obligatoire et rémunération au moyen de «redevances d'utilisation d'un prix de référence». Cette option consiste à garantir une rémunération aux contributeurs en données de marché en imposant une redevance d'utilisation à toutes les plateformes d'exécution qui ne contribuent pas à la formation des prix sur les marchés d'actions et instruments assimilés («négociation opaque»). La «négociation opaque» est définie techniquement comme une forme de négociation sans transparence pré-négociation: aucune offre de prix n'est publiée et les transactions sont exécutées à un prix de référence fixé sur les principales plateformes d'exécution du marché primaire, où les ordres sont appariés à un prix de référence «importé» du marché de cotation. Les utilisateurs bénéficiant de la dérogation liée à un prix de référence devraient «acheter» ce prix de référence au moyen d'une redevance mensuelle «ad valorem» à verser (par remise au marché de cotation) à l'opérateur du système consolidé de publication.

En fin de compte, **l'option privilégiée pour la rémunération des contributeurs en données de marché** est l'option 2.1, car celle-ci est la moins invasive pour le modèle économique du

consolidateur, tout en garantissant un flux de recettes qui équivaut à celui produit par l'option 2.2 ou 2.3. Par rapport à la complexité qu'entraînerait la fixation centralisée de redevances d'abonnement individuelles, l'option 2.1 offre davantage de liberté commerciale pour fixer et redéfinir ces redevances.

Solution globalement retenue pour assurer la consolidation des données et une rémunération équitable

Pour obtenir une association optimale garantissant des données de marché de grande qualité et fournies en temps utile, l'appel d'offres de l'option 4 est la méthode la plus appropriée pour garantir la concurrence sur le nouveau marché que représente la mise en place des principales infrastructures nécessaires à la consolidation de ces données. Il est cependant possible de conserver plusieurs avantages de l'option 2 en créant, éventuellement dans un second temps, un nouveau marché «en aval», ouvert à la concurrence, pour la publication de données de marché et leur analyse avancée. L'option 2.1 (modèle de participation aux recettes) est celle qui garantit le mieux la participation des contributeurs en données de marché.

• Incidences potentielles de l'option privilégiée

Les conséquences positives de l'élimination des obstacles à la consolidation des données de marché seraient à l'avantage des investisseurs (côté acheteur) sur les marchés des capitaux. Ils seraient les principaux bénéficiaires de cette consolidation, car un système consolidé de publication leur permettrait, ainsi qu'à leurs gestionnaires de portefeuille, d'avoir une vision complète de la liquidité de n'importe quel instrument financier et de profiter ainsi pleinement des avantages du marché unique.

La levée des obstacles à la création d'un système consolidé de publication inciterait les gestionnaires d'actifs et de portefeuille à inclure dans leurs portefeuilles les instruments ou combinaisons d'instruments les plus performants disponibles dans l'Union, et pas seulement les instruments disponibles sur les (quelques) plateformes auxquelles ils sont déjà abonnés. Ils disposeraient des informations nécessaires pour décider s'ils doivent s'abonner à d'autres plateformes proposant des produits qui répondent le mieux à leurs objectifs. Les acheteurs disposeraient ainsi d'un guide précieux leur permettant de soupeser et d'arrêter leurs décisions en matière de négociation, et de définir leurs paramètres algorithmiques.

Pour les investisseurs (courtiers du côté acheteur), le principal avantage d'un système consolidé de publication est la prévention des risques de liquidité et de l'effet de glissement («*slippage*»). En ce qui concerne les actions, 56 % des gestionnaires d'actifs qui ont pris part à une étude du cabinet de conseil en stratégie MSP²³ ont indiqué que la conséquence principale du manque de transparence en ce qui concerne la liquidité du marché était un effet de glissement représentant entre 0 et 0,5 point de base de la valeur négociée par an. La prévention de cet effet permettrait des gains allant jusqu'à 1,6 milliard d'EUR pour les investisseurs.

En ce qui concerne les obligations, les avantages potentiels d'une vision d'ensemble des marchés seraient encore plus importants. Cela est dû au fait que les estimations de pertes imputables à l'effet de glissement dépassent de loin les estimations susmentionnées concernant les actions. Soixante pour cent (60 %) des gestionnaires de titres obligataires interrogés dans le cadre de l'étude MSP estiment que l'effet de glissement entraîne des pertes allant jusqu'à 5 points de base; ces pertes atteignent 10 points de base pour 25 % des sondés, et 50 points de base pour 11 % d'entre eux. L'absence de données fiables concernant la valeur

²³ Étude MSP (2019) sur la création d'un système consolidé de publication de l'UE, tableau 14.

des échanges de titres obligataires empêche toute quantification de l'effet de glissement en termes absolus.

Les marchés réglementés devraient eux aussi bénéficier de cette mesure, puisque le système consolidé de publication augmentera la visibilité, et donc la liquidité, des actions cotées sur ces plateformes, et plus particulièrement de celles des PME, par rapport à leurs marchés locaux. Cette visibilité accrue devrait renforcer l'attractivité de ces investissements et la probabilité, pour ces actions, d'être incluses dans des fonds ou des portefeuilles d'investissement. En renforçant l'attractivité de leurs actions, le système consolidé de publication pourrait donc aussi aider les PME à lever des capitaux.

- **Droits fondamentaux**

La proposition respecte les droits fondamentaux ainsi que les principes reconnus dans la charte des droits fondamentaux de l'Union européenne, et en particulier le principe établissant un niveau élevé de protection des consommateurs pour tous les citoyens de l'UE (article 38). Sans la création des conditions nécessaires à la mise en place d'un système consolidé de publication dans l'UE, les clients de détail pourraient être privés d'un outil leur permettant de vérifier si leurs courtiers ont bien respecté leur obligation d'exécution au mieux et leur offrant un plus large éventail d'opportunités d'investissement, en particulier dans certains États membres où les plateformes de négociation sont petites et offrent moins d'opportunités de ce type.

4. INCIDENCE BUDGÉTAIRE

La présente initiative n'a aucune incidence sur le budget de l'Union. Le système consolidé de publication relèvera du secteur privé et sera sous la surveillance de l'AEMF. Les autres éléments de la présente proposition n'ont pas non plus d'incidence sur le budget de l'UE.

5. AUTRES ÉLÉMENTS

Hormis les dispositions relatives à la consolidation des données de marché et aux opérations des fournisseurs de systèmes consolidés de publication pour les principales catégories d'actifs visées par le MiFIR, les actions, les fonds cotés, les obligations et les produits dérivés, la présente proposition contient une série de mesures d'accompagnement visant à renforcer la transparence et la compétitivité des marchés des capitaux de l'Union.

- **Plans de mise en œuvre et modalités de suivi, d'évaluation et d'information**

La proposition prévoit le suivi et l'évaluation du développement d'un marché intégré de l'UE pour les données de marché consolidées. Les mesures de suivi couvriront à la fois l'évolution des modèles de fonctionnement d'un système consolidé de publication et le succès du renforcement de l'accès universel aux données de marché consolidées pour la communauté des investisseurs au sens large. Une attention particulière sera accordée aux domaines suivants: les catégories d'actifs pour lesquelles un système consolidé de publication a pu être mis en place; la livraison en temps utile et la qualité de livraison des données de marché consolidées; le rôle de la consolidation des données de marché dans la réduction de l'écart entre le prix théorique au moment de la décision d'investissement et le prix d'exécution final («*implementation shortfall*») par catégorie d'actifs; le nombre d'abonnés aux données de marché consolidées pour chaque catégorie d'actifs; le succès des modèles de répartition des recettes pour les marchés réglementés, en fonction de leur contribution aux données de marché pour les actions; les effets de la consolidation des données de marché sur la réduction des asymétries d'information entre les différents participants aux marchés des capitaux; et ses

effets sur la démocratisation de l'accès aux données de marché consolidées utiles pour investir dans des PME.

- **Explication détaillée des différentes dispositions de la proposition**

L'article 1^{er}, paragraphe 1, modifie certains aspects de l'objet et du champ d'application du règlement, notamment concernant l'obligation pour les systèmes multilatéraux d'opérer avec une licence de plateforme de négociation.

L'article 1^{er}, paragraphe 2, point a), transfère de la MiFID II au MiFIR certaines dispositions sur la délimitation entre systèmes multilatéraux et systèmes bilatéraux, en vue de renforcer le degré d'harmonisation, et ainsi la transparence.

L'article 1^{er}, paragraphe 2, points b), c) et d), comporte de nouvelles définitions, dont des définitions de notions indispensables à la consolidation des données de marché, comme la notion de donnée de marché essentielle.

L'article 1^{er}, paragraphe 3, propose d'établir un seuil minimal de taille de transaction pour la dérogation liée à un prix de référence, qui empêcherait les plateformes de négociation alternatives (MTF) d'exécuter des transactions de petite taille en vertu de cette dérogation, dans le droit fil des recommandations de l'AEMF.

L'article 1^{er}, paragraphe 4, substitue au double plafonnement des volumes un plafond unique fixé à 7 % des transactions exécutées en vertu de la dérogation liée à un prix de référence ou de la dérogation liée à des transactions négociées.

L'article 1^{er}, paragraphe 6, abrège et harmonise les critères de publication différée pour les rapports post-négociation concernant des instruments autres que des actions ou instruments assimilés. Il retire également aux autorités nationales compétentes le pouvoir discrétionnaire d'autoriser le report de quatre semaines des rapports post-négociation pour les instruments autres que des actions ou instruments assimilés, et le remplace par des seuils applicables dans toute l'Union. Seule la dette souveraine reste de la compétence des autorités nationales.

L'article 1^{er}, paragraphe 7, habilite l'AEMF à spécifier la teneur, le format et la terminologie du concept de conditions commerciales raisonnables, qui a fait l'objet d'interprétations très différentes.

L'article 1^{er}, paragraphes 8 et 9, renforce les obligations de cotation publique incombant aux internalisateurs systématiques (IS). Cette nouvelle disposition renforce l'obligation de cotation pré-négociation pour les actions imposée aux IS, afin de couvrir les cotations pour des tailles de transaction ne dépassant pas le double de la taille normale de marché. Elle propose également de reproduire le seuil minimal d'accès à la dérogation liée à un prix de référence pour les transactions entreprises par un IS sans transparence pré-négociation. Conformément au seuil minimal d'accès à la dérogation liée à un prix de référence, les IS ne pourront pas apparier les petites transactions au point médian.

L'article 1^{er}, paragraphe 10, instaure l'obligation pour les plateformes de négociation de fournir des données de marché harmonisées directement et de manière exclusive aux entités désignées par l'AEMF comme CTP pour chaque catégorie d'actifs (contribution obligatoire). L'article 1^{er}, paragraphe 10, aligne également les formats de déclaration des transactions et les obligations de déclaration des IS sur ceux applicables aux bourses de valeurs et aux plateformes d'exécution alternatives (MTF/OTF). Cette disposition sera mise en œuvre au moyen d'un acte délégué qui rendra le format actuel de publication utilisé par les bourses de

valeurs («*Model Market Typology*» ou «MMT»), typologie modèle de marché) obligatoire pour tous les rapports de données de marché des IS. En outre, l'article 1^{er}, paragraphe 10, étend l'obligation de synchronisation des horloges professionnelles des plateformes de négociation et de leurs membres aux internalisateurs systématiques, aux APA et aux CTP [article 22, point c)].

L'article 1^{er}, paragraphe 11, codifie le périmètre de l'obligation de négociation pour les actions (STO). Suivant les propositions de l'AEMF énoncées dans son rapport final concernant le régime de transparence pour les actions et instruments assimilés, et l'approche proposée dans sa déclaration, l'article 1^{er}, paragraphe 11, limite le champ d'application de la STO aux actions admises à la négociation sur un marché réglementé de l'EEE et établit une liste «officielle» de l'UE reprenant les actions soumises à cette STO, évitant ainsi les ambiguïtés actuelles quant au champ d'application de cette obligation .

L'article 1^{er}, paragraphes 12, 13 et 14, introduit des modifications techniques relatives à la déclaration des transactions et aux données de référence.

L'article 1^{er}, paragraphe 15, instaure une procédure de sélection pour la nomination d'un fournisseur de système consolidé de publication pour chaque catégorie d'actifs (actions, fonds cotés, obligations et produits dérivés).

L'article 1^{er}, paragraphe 16, introduit une disposition relative aux critères organisationnels et aux normes de qualité du service qui s'appliquent à tous les CTP sélectionnés et agréés par l'AEMF [article 27, point h)]. Les critères relatifs aux CTP comprennent: a) la collecte de données de marché essentielles consolidées; b) la collecte de redevances de licence auprès des abonnés; et c) un mécanisme de participation aux recettes pour les marchés réglementés en contrepartie de leur contribution en données de marché sur les actions.

L'article 1^{er}, paragraphe 17, introduit un nouvel article 27 *nonies bis*, qui impose plusieurs obligations de déclaration aux CTP. Ces obligations ont trait aux aspects qualitatifs des critères de niveau de service, comme la rapidité de livraison, et aux rapports sur la résilience opérationnelle.

L'article 1^{er}, paragraphes 18, 19 et 20, apporte des modifications aux obligations de négociation pour les produits dérivés, en droite ligne avec les recommandations de l'AEMF. Pour les contreparties de produits dérivés soumis à l'obligation de compensation sur les plateformes de négociation, cette obligation est déclenchée lorsqu'une catégorie de produits dérivés est déclarée y être soumise. Compte tenu de cette étroite interconnexion, la modification aligne l'obligation de négociation des produits dérivés prévue par le MiFIR avec l'obligation de négociation des produits dérivés prévue par le règlement «EMIR Refit»²⁴, afin de garantir la sécurité juridique entre ces deux obligations, notamment en ce qui concerne l'éventail des entités soumises aux obligations de négociation et de compensation, et les possibilités de suspension desdites obligations. L'article 1^{er}, paragraphe 20, introduit un nouvel article 32, *bis*, qui comprend un mécanisme de suspension autonome permettant à la Commission de suspendre l'obligation de négociation pour certaines entreprises

²⁴ Règlement (UE) 2019/834 du Parlement européen et du Conseil du 20 mai 2019 modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 en ce qui concerne l'obligation de compensation, la suspension de l'obligation de compensation, les obligations de déclaration, les techniques d'atténuation des risques pour les contrats dérivés de gré à gré non compensés par une contrepartie centrale, l'enregistrement et la surveillance des référentiels centraux et les exigences applicables aux référentiels centraux.

d'investissement qui agissent en tant que teneurs de marché vis-à-vis de contreparties situées en dehors de l'EEE lorsque certaines conditions particulières sont remplies. Ce mécanisme peut être activé à la demande de l'autorité compétente d'un État membre et prend la forme d'un acte d'exécution adopté par la Commission. Cette suspension doit être accompagnée d'éléments démontrant qu'au moins une des conditions de suspension est remplie.

L'article 1^{er}, paragraphes 21, 22 et 23, supprime l'obligation de «libre accès» pour les produits dérivés cotés. Les infrastructures de compensation de l'Union ne seraient plus tenues de compenser les transactions sur produits dérivés qui ne sont pas exécutées sur leurs plateformes de négociation verticalement intégrées. De même, les plateformes de négociation de l'Union ne seraient plus tenues d'accepter que des infrastructures de compensation non affiliées compensent des transactions effectuées sur leurs plateformes.

L'article 1^{er}, paragraphes 24 et 25, garantit à l'AEMF de pouvoirs de surveillance suffisants à l'égard des fournisseurs de système consolidé de publication.

L'article 1^{er}, paragraphe 26, interdit aux IS d'offrir un paiement pour les flux d'ordres («*payment for order flow*», ou PFOF) (de détail). Cette disposition mettrait un terme à la pratique controversée qui veut que certains négociants à haute fréquence, organisés en tant qu'IS en raison du volume élevé de leurs transactions, paient les courtiers de détail pour qu'ils acheminent vers eux leurs ordres de détail à exécuter. En l'absence de tels paiements, ces ordres seraient transmis pour exécution à un marché respectant les obligations de transparence pré-négociation (marché réglementé ou MTF). Cette disposition, associée au renforcement de l'obligation de cotation pré-négociation pour les IS, obligerait ces entités à essayer de «remporter» ces flux de détail en publiant des cotations pré-négociation concurrentielles. Si l'on part de l'hypothèse que le flux des ordres de détail représente entre 7 et 10 % de l'ensemble des volumes négociés par jour et que le courtage en ligne va se développer, l'interdiction de payer les flux d'ordres de détail devrait renforcer la qualité d'exécution des ordres pour les investisseurs de détail et la transparence pré-négociation de toutes les plateformes d'exécution qui exécutent ces ordres.

L'article 1^{er}, paragraphe 27, habilite la Commission à adopter des actes délégués complétant le règlement.

L'article 1^{er}, paragraphe 28, point a), charge l'AEMF de préparer des rapports de suivi.

L'article 1^{er}, paragraphe 28, point b), et paragraphe 29, abroge une disposition transitoire, ainsi que le pouvoir de la Commission d'adopter des actes délégués sur la base du cadre de remplacement pour les CTP.

L'article 2 prévoit l'entrée en vigueur et l'entrée en application du règlement le vingtième jour suivant sa date de publication.

Proposition de

RÈGLEMENT DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL

modifiant le règlement (UE) n° 600/2014 en vue de renforcer la transparence des données de marché, de lever les obstacles à la mise en place d'un système consolidé de publication, d'optimiser les obligations de négociation et d'interdire la réception de paiements pour la transmission des ordres de clients

(Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE)

LE PARLEMENT EUROPÉEN ET LE CONSEIL DE L'UNION EUROPÉENNE,
 vu le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, et notamment son article 114,
 vu la proposition de la Commission européenne,
 après transmission du projet d'acte législatif aux parlements nationaux,
 vu l'avis de la Banque centrale européenne²⁵,
 vu l'avis du Comité économique et social européen²⁶,
 statuant conformément à la procédure législative ordinaire,
 considérant ce qui suit:

- (1) Dans son plan d'action concernant l'UMC²⁷ de 2020, la Commission a annoncé son intention de présenter une proposition législative visant à créer une base de données centralisée (ou «système consolidé de publication») qui offrirait une vision d'ensemble des prix et du volume des actions et instruments financiers assimilés négociés dans l'ensemble de l'Union sur une multitude de plateformes de négociation. Le 2 décembre 2020, dans ses conclusions sur le plan d'action de la Commission concernant l'UMC²⁸, le Conseil a encouragé la Commission à stimuler l'activité d'investissement dans l'Union grâce à une amélioration de la disponibilité et de la transparence des données, en continuant d'examiner comment lever les obstacles à la mise en place d'un système consolidé de publication dans l'Union.
- (2) Dans sa feuille de route du 19 janvier 2021 sur le «Système économique et financier européen: favoriser l'ouverture, la solidité et la résilience»²⁹, la Commission a confirmé son intention d'améliorer, de simplifier et d'harmoniser davantage la transparence des marchés de capitaux dans le cadre du réexamen de la

²⁵ JO C [...], [...], p. [...].

²⁶ JO C [...], [...], p. [...].

²⁷ COM(2020) 590 final.

²⁸ Conclusions du Conseil sur le plan d'action de la Commission concernant l'UMC (12898/1/20 REV 1, /20 REV 1 EF 286 ECOFIN 1023): <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-12898-2020-REV-1/fr/pdf>;

²⁹ COM(2021) 32 final.

directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil³⁰ et du règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil³¹. Dans le cadre des efforts visant à renforcer le rôle international de l'euro, la Commission a également annoncé qu'une telle réforme comprendrait la conception et la mise en œuvre d'un système consolidé de publication des données, notamment pour l'émission d'obligations d'entreprises, en vue d'augmenter la liquidité des négociations secondaires de titres de créance libellés en euros.

- (3) Le règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil³² établit un cadre législatif pour les «fournisseurs de système consolidé de publication» ou «CTP», aussi bien pour les actions et instruments assimilés que pour les instruments autres que des actions ou instruments assimilés. Ces CTP sont actuellement chargés de collecter des données de marché sur les instruments financiers auprès des plateformes de négociation et des dispositifs de publication agréés («*approved publication arrangements*» ou «APA»), et de les regrouper en un flux électronique actualisé en continu, qui permette d'obtenir des données de marché par instrument financier. L'idée qui sous-tendait la création d'un CTP était la suivante: les données de marché provenant des plateformes de négociation et des APA seraient consolidées et mises à la disposition du public, y compris tous les marchés de négociation de l'Union, à l'aide d'un étiquetage, de formats de données et d'interfaces utilisateur identiques.
- (4) Or, à ce jour, aucune des entités soumises à surveillance n'a introduit de demande d'agrément pour faire office de CTP. Selon l'AEMF, trois grands obstacles les en empêchent³³. Premièrement, un manque de clarté sur la manière dont le CTP doit se procurer les données de marché auprès des différentes plateformes d'exécution ou des fournisseurs de services de publication de données. Deuxièmement, un manque d'harmonisation des données publiées par ces plateformes d'exécution, qui rend leur consolidation trop coûteuse. Troisièmement, l'absence d'incitation commerciale à solliciter un agrément en tant que CTP. Il convient donc de lever ces obstacles. Pour ce faire, il faudrait d'abord que tous les internalisateurs systématiques («IS») et toutes les plateformes de négociation soient tenus de fournir des données de marché aux CTP (obligation de livraison). Ensuite, la qualité des données doit être améliorée par l'harmonisation des données que les plateformes de négociation et les IS seraient tenus de fournir au CTP.
- (5) L'article 1^{er}, paragraphe 7, de la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil³⁴ impose aux opérateurs de systèmes au sein desquels peuvent interagir de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments

³⁰ Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE (JO L 173 du 12.6.2014, p. 349).

³¹ 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).

³² 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).

³³ Rapport d'examen n° 1 de l'AEMF sur la MiFID II et le MiFIR concernant l'évolution des prix des données pré-négociation et post-négociation, et le système consolidé de publication pour les actions et instruments assimilés.

³⁴ Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE (JO L 173 du 12.6.2014, p. 349).

financiers («systèmes multilatéraux») d'exercer leurs activités conformément aux dispositions relatives aux marchés réglementés, aux systèmes multilatéraux de négociation («MTF»), ou aux systèmes organisés de négociation («OTF»). L'insertion de cette disposition dans la directive 2014/65/UE a donné lieu à des interprétations différentes de cette obligation, ce qui a compromis l'égalité des conditions de concurrence entre les systèmes multilatéraux agréés en tant que marché réglementé, MTF ou OTF et les systèmes multilatéraux qui n'ont pas ce type d'agrément. L'application uniforme de cette disposition impose de l'introduire dans le règlement (UE) n° 600/2014.

- (6) L'article 4 du règlement (UE) n° 600/2014 permet aux autorités compétentes de dispenser des obligations de transparence pré-négociation les opérateurs de marché et les entreprises d'investissement exploitant une plateforme de négociation et établissant leurs prix par référence au prix médian du marché primaire ou du marché le plus pertinent en matière de liquidité. Étant donné que rien ne justifie l'exclusion des plus petits ordres d'un carnet d'ordres transparent, et pour renforcer la transparence pré-négociation, et par conséquent le processus de formation des prix, la dérogation susdite devrait être applicable aux ordres d'une taille supérieure ou égale au double de la taille normale de marché. Dans la mesure où le système consolidé de publication pour les actions et les fonds cotés donnera des prix acheteurs et vendeurs permettant de trouver un point médian, la dérogation liée à un prix de référence devrait aussi pouvoir s'appliquer aux systèmes qui établissent un prix médian à partir du système consolidé de publication.
- (7) La négociation opaque («*dark trading*») est une forme de négociation sans transparence pré-négociation, fondée sur le recours à la dérogation liée à un prix de référence prévue par l'article 4, paragraphe 1, point a), du règlement (UE) n° 600/2014 ou à la dérogation liée à des transactions négociées prévue par l'article 4, paragraphe 1, point b) i), dudit règlement. Le recours à ces deux dérogations est limité par le mécanisme du double plafonnement des volumes («*double volume cap*», ou DVC). Ce mécanisme consiste à restreindre le niveau des négociations opaques à un certain pourcentage du total des négociations portant sur une action ou un instrument assimilé. Premièrement, le volume de négociations opaques portant sur une action ou un instrument assimilé menées sur une plateforme donnée ne peut pas dépasser 4 % du volume total des négociations portant sur cet instrument dans l'Union. Le franchissement de ce seuil déclenche la suspension de toute négociation opaque relative à cette action ou à cet instrument sur cette plateforme. Deuxièmement, le volume de négociations opaques pour une action ou un instrument assimilé dans l'Union ne peut pas dépasser 8 % du volume total des négociations concernant cet instrument dans l'Union. Le franchissement de ce seuil déclenche la suspension de toute négociation opaque relative à cette action ou à cet instrument. L'imposition d'un seuil au niveau de chaque plateforme permet le maintien des dérogations précitées sur d'autres plateformes où les négociations concernant l'action ou l'instrument assimilé ne sont pas encore suspendues, tant que le seuil pour toute l'UE n'est pas franchi. Mais cela complique le suivi du niveau des négociations opaques et l'application du mécanisme de suspension. Pour simplifier le plafonnement des volumes tout en préservant l'efficacité, il est prévu un nouveau plafonnement unique des volumes, uniquement fondé sur le seuil mis en place pour toute l'UE. Ce seuil devrait également être réduit à 7 % pour compenser l'augmentation potentielle des négociations bénéficiant des dérogations en question, suite à l'abolition du seuil par plateforme.

- (8) L'article 10 du règlement (UE) n° 600/2014 contient des dispositions relatives à la publication, par les plateformes de négociation, d'informations, notamment le prix et le volume, sur les transactions relatives à des instruments autres que des actions ou instruments assimilés. L'article 11 dudit règlement définit les motifs pour lesquels les autorités nationales compétentes peuvent autoriser la publication différée de ces informations. Cette publication différée est permise lorsqu'une transaction dépasse le seuil de taille élevée fixé pour l'instrument concerné et qu'il n'existe pas de marché liquide pour celui-ci, ou lorsque cette transaction dépasse le seuil de taille spécifiquement fixé pour cet instrument et fait intervenir des fournisseurs de liquidité. Les autorités nationales compétentes peuvent choisir la durée du report de publication, ainsi que les détails des transactions dont la publication peut être différée. Ce pouvoir discrétionnaire a entraîné des divergences de pratiques entre les États membres et un manque de transparence des publications post-négociation. Afin de garantir la transparence pour tous les types d'investisseurs, il est nécessaire d'harmoniser ce régime de publication différée à l'échelle de l'Union européenne, de supprimer le pouvoir discrétionnaire qui s'y rattache à l'échelon national, et de faciliter la consolidation des données de marché. Il est donc approprié de renforcer également les exigences de transparence post-négociation, en supprimant le pouvoir discrétionnaire des autorités compétentes.
- (9) Pour garantir un niveau de transparence adéquat, le prix des transactions sur instruments autres que des actions et instruments assimilés devrait être publié dans des délais aussi proches que possible du temps réel, et la publication ne devrait pas être reportée au-delà de la fin de la journée de cotation. Toutefois, afin de ne pas exposer à des risques excessifs les fournisseurs de liquidité pour les instruments autres que des actions et instruments assimilés, il devrait être possible de masquer les volumes de transactions pendant une courte période, ne dépassant pas deux semaines. Il convient de laisser l'AEMF calibrer précisément les intervalles correspondant aux différents reports délais de publication, en raison de l'expertise technique requise et de la nécessité de prévoir une marge qui permette de moduler ce calibrage. Ces reports devraient dépendre de la liquidité de l'instrument, de la taille de la transaction et, pour les obligations, de la notation de crédit, et non plus de la taille spécifique à l'instrument concerné.
- (10) L'article 13 du règlement (UE) n° 600/2014 impose aux opérateurs de marché et aux entreprises d'investissement exploitant une plateforme de négociation de mettre à la disposition du public, à des conditions commerciales raisonnables, les informations pré-négociation et post-négociation relatives aux transactions sur instruments financiers, et de garantir un accès non discriminatoire à ces informations. Cet article n'a toutefois pas rempli ses objectifs. Les données que les plateformes de négociation, les APA et les internalisateurs systématiques fournissent à des conditions commerciales raisonnables ne permettent pas aux utilisateurs de comprendre leur politique en matière de données de marché et la manière dont est fixé le prix de ces données. L'AEMF a publié des orientations expliquant comment appliquer le concept de «conditions commerciales raisonnables». Ces orientations devraient devenir des obligations légales. Étant donné que le concept de «conditions commerciales raisonnables» doit être défini de manière très détaillée, et qu'il faut préserver une marge pour modifier les dispositions applicables en fonction de l'évolution rapide du contexte en matière de données, il convient d'habiliter l'AEMF à élaborer des projets de normes techniques de réglementation précisant comment appliquer le concept de «conditions commerciales raisonnables», ce qui contribuera à une application plus harmonisée et cohérente de l'article 13 du règlement (UE) n° 600/2014.

- (11) Pour renforcer le processus de formation des prix et préserver l'égalité des conditions de concurrence entre les plateformes de négociation et les internalisateurs systématiques, l'article 14 du règlement (UE) n° 600/2014 impose aux internalisateurs systématiques de publier tous les prix qu'ils proposent pour des transactions sur actions ou instruments assimilés qui sont inférieures à la taille normale de marché. Les internalisateurs systématiques peuvent décider des tailles pour lesquelles ils établissent un prix, à condition que ces prix correspondent à une taille minimale de 10 % de la taille normale de marché. Cette possibilité a toutefois eu des répercussions négatives sur le niveau de transparence pré-négociation des internalisateurs systématiques pour les actions et instruments assimilés, et a compromis l'égalité des conditions de concurrence. Il est donc nécessaire d'exiger des internalisateurs systématiques qu'ils publient des prix fermes correspondant au minimum au double de la taille normale de marché.
- (12) Afin d'assurer l'égalité des conditions de concurrence, outre l'obligation de publier des prix fermes correspondant au minimum au double de la taille normale de marché, les internalisateurs systématiques ne devraient plus non plus être autorisés à apparier des ordres à un point médian inférieur au double de la taille normale de marché. En outre, il convient de préciser que les internalisateurs systématiques devraient être autorisés à apparier des ordres au point médian, du moment qu'ils respectent les règles de l'article 49 de la directive 2014/65/UE relatives au pas de cotation, lors de transactions d'une taille supérieure au double de la taille normale de marché, mais inférieure au seuil de taille élevée. Pour les transactions supérieures au seuil de taille élevée, ils devraient rester autorisés à apparier des ordres au point médian sans respecter le régime de pas de cotation.
- (13) Les données de marché essentielles sont fondamentales pour que les participants au marché puissent prendre des décisions d'investissement en toute connaissance de cause. En vertu de l'actuel article 27, point h), du règlement (UE) n° 600/2014, pour pouvoir se procurer les données de marché essentielles concernant certains instruments financiers directement auprès de plateformes de négociation et de dispositifs de publication agréés, les fournisseurs de système consolidé de publication doivent conclure des accords de licence distincts avec tous ces contributeurs. Ce processus est long, laborieux et coûteux. Il constitue un des obstacles qui empêchent l'émergence de fournisseurs de système consolidé pour l'ensemble des marchés. Il est nécessaire de lever cet obstacle pour permettre aux fournisseurs de système consolidé d'obtenir les données de marché nécessaires et de surmonter les problèmes liés à l'octroi de licences. Les plateformes de négociation et les APA, ou les entreprises d'investissement et les internalisateurs systématiques qui ne font pas appel à l'intervention d'APA, (les «contributeurs en données de marché») devraient être tenus de transmettre leurs données de marché aux fournisseurs de système consolidé de publication et d'utiliser pour ce faire des modèles harmonisés respectant des normes élevées de qualité des données. Seuls les CTP sélectionnés et agréés par l'AEMF devraient pouvoir collecter des données de marché harmonisées auprès des différentes sources de données en vertu de l'obligation de contribution obligatoire. Pour que les données de marché soient utiles aux investisseurs, il conviendrait que les contributeurs fournissent ces données de marché au CTP dans des délais aussi proches du temps réel que le permettent les moyens techniques.
- (14) Les titres II et III du règlement (UE) n° 600/2014 imposent aux plateformes de négociation, aux dispositifs de publication agréés, aux entreprises d'investissement et aux internalisateurs systématiques (les «contributeurs en données de marché») de

publier les données pré-négociation relatives aux instruments financiers, notamment les prix acheteurs et vendeurs, et les données post-négociation sur les transactions, notamment le prix et le volume auxquels ont été conclues les transactions sur les différents instruments. Les participants au marché ne sont pas tenus d'utiliser les données de marché essentielles consolidées et fournies par le CTP. Cette obligation de publier ces données pré-négociation et post-négociation devrait donc rester d'application pour que les participants au marché puissent accéder aux données de marché. Toutefois, pour éviter toute charge inutile aux contributeurs en données de marché, il convient d'aligner autant que possible l'obligation de publication des données qui leur incombe sur l'obligation de fournir des données au CTP.

- (15) La qualité très variable des données de marché fait qu'il est difficile pour les participants au marché de les comparer, ce qui enlève à la consolidation des données une bonne partie de sa valeur ajoutée. Il est primordial, pour le bon fonctionnement du régime de transparence prévu aux titres II et III du règlement (UE) n° 600/2014 et pour la consolidation des données de marché par les fournisseurs de système consolidé de publication, que ces données soient de très bonne qualité. Par conséquent, il convient d'exiger que ces données de marché respectent des normes de grande qualité tant sur le fond que sur la forme. Il devrait être possible de modifier la teneur et le format des données dans un court délai pour tenir compte de l'évolution des pratiques et des informations de marché. Les exigences en matière de qualité des données devraient donc être précisées par la Commission au moyen d'un acte délégué, et elles devront tenir compte des recommandations d'un groupe consultatif spécial d'experts du secteur financier et d'organismes du secteur public.
- (16) Afin de permettre un meilleur suivi des événements méritant d'être signalés, la directive 2014/65/UE a imposé la synchronisation des horloges professionnelles des plateformes de négociation et de leurs membres. Pour que les horodatages fournis par différentes entités puissent être utilement comparés dans le contexte de la consolidation des données de marché, il convient d'élargir l'obligation de synchronisation des horloges professionnelles aux internalisateurs systématiques, aux APA et aux fournisseurs de système consolidé de publication. En raison du niveau d'expertise technique requis pour préciser les règles de synchronisation des horloges professionnelles, l'AEMF devrait être habilitée à élaborer des projets de normes techniques de réglementation indiquant le degré de précision de cette synchronisation.
- (17) L'article 23 du règlement (UE) n° 600/2014 exige que la plupart des négociations d'actions aient lieu sur des plateformes de négociation ou auprès d'internalisateurs systématiques («obligation de négociation pour les actions»). Ce critère ne s'applique pas aux négociations d'actions qui ont un caractère non systématique, ad hoc, ou occasionnel et peu fréquent. Il est difficile de savoir quand s'applique cette exemption. L'AEMF a donc apporté des précisions sur ce point en établissant une distinction entre les actions sur la base du numéro international d'identification des valeurs mobilières (code ISIN). En vertu de cette distinction, seules les actions avec un code ISIN émis dans l'EEE sont soumises à l'obligation de négociation pour les actions. Cette approche procure davantage de clarté aux participants au marché qui négocient des actions. Il convient donc d'intégrer cette pratique actuelle de l'AEMF dans le règlement (UE) n° 600/2014 et de supprimer simultanément l'exemption accordée aux transactions sur actions qui ont un caractère non systématique, ad hoc, ou occasionnel et peu fréquent. Pour que les participants au marché sachent avec certitude quels instruments sont soumis à l'obligation de négociation pour les actions, l'AEMF devrait

être habilitée à publier et à actualiser une liste reprenant toutes les actions soumises à cette obligation.

- (18) Il importe de déterminer la date de déclaration des transactions afin de garantir une préparation suffisante, à la fois des autorités de surveillance et des entités déclarantes. Il est également essentiel d'aligner le calendrier de modification des différents cadres régissant ces déclarations. Fixer cette date par un acte délégué offrira le degré de flexibilité nécessaire et alignera les pouvoirs dont dispose l'AEMF sur ceux énoncés dans le règlement (UE) n° 2019/834. Pour augmenter la cohérence de l'ensemble des déclarations de marché, l'AEMF devra également, lors de l'élaboration des projets de normes techniques de réglementation, tenir compte des évolutions internationales et des normes adoptées au niveau de l'Union ou au niveau mondial.
- (19) Les déclarations sur les marchés financiers, en particulier celles concernant les transactions, sont déjà largement automatisées, et les données sont plus standardisées. Certaines incohérences entre les différents cadres ont déjà été éliminées par le règlement révisé sur l'infrastructure du marché européen (EMIR Refit) et le règlement relatif à la transparence des opérations de financement sur titres (SFTR). Il convient d'aligner les mandats confiés à l'AEMF en vue de l'adoption de normes techniques afin de garantir une plus grande cohérence dans la déclaration des transactions entre les cadres des règlements EMIR, MiFIR et SFTR. Cela permettra d'améliorer la qualité des données concernant les transactions et d'éviter des frais supplémentaires inutiles pour le secteur.
- (20) Une concurrence entre fournisseurs de système consolidé de publication est un gage d'efficacité maximale et de conditions optimales pour les utilisateurs de ce système. Toutefois, aucune entité n'a jusqu'ici introduit de demande d'agrément pour agir en qualité de fournisseur de système consolidé de publication. Il est donc jugé nécessaire d'habiliter l'AEMF à organiser périodiquement une procédure de sélection par appel d'offres pour sélectionner une entité unique capable de fournir le système consolidé de publication pour chaque catégorie d'actifs spécifiée. Eu égard à la nouveauté du régime proposé, l'AEMF ne devrait imposer, à des fins de transparence, que la fourniture de données post-négociation, lors de la première procédure de sélection qu'elle mènera pour les actions. Au moins 18 mois avant le lancement de la deuxième procédure de sélection, l'AEMF devrait soumettre un rapport à la Commission évaluant s'il existe une demande du marché pour que l'obligation de fournir des données au système consolidé de publication s'applique aussi aux données pré-négociation. Sur la base d'un tel rapport, la Commission devrait être habilitée à préciser, au moyen d'un acte délégué, le niveau des données pré-négociation à fournir.
- (21) Au vu des données présentées dans l'analyse d'impact jointe à la présente proposition de règlement, les recettes générées par le système consolidé de publication varieront en fonction des caractéristiques spécifiques de ce dernier. Il conviendrait que ces recettes dépassent les frais de mise en place du système et permettent ainsi d'établir un régime solide de participation aux recettes qui fasse concorder les intérêts commerciaux du CTP et des contributeurs en données de marché. Ce principe ne devrait pas empêcher les CTP de dégager la marge nécessaire pour assurer la viabilité de leur modèle économique et d'utiliser les données de marché essentielles pour augmenter leurs sources de revenus en proposant d'autres services d'analyse ou autres.
- (22) Il existe une différence objective entre une plateforme d'admission primaire et les plateformes de négociation qui servent de marchés secondaires. Une plateforme d'admission primaire admet des entreprises sur les marchés publics et joue un rôle

crucial dans le cycle de vie d'une action et dans sa liquidité. C'est particulièrement le cas pour les actions cotées sur des petits marchés réglementés, pour lesquelles l'essentiel des échanges continue de se faire sur la plateforme d'admission primaire. Lorsqu'une action fait l'objet d'un processus pré-négociation transparent qui se déroule exclusivement ou en majeure partie sur sa plateforme d'admission primaire, ces petits marchés jouent un rôle plus important dans la formation du prix de cette action. Les données de marché essentielles fournies par un petit marché réglementé au système consolidé de publication remplissent ainsi un rôle plus déterminant dans la formation des prix des actions admises à la négociation par cette plateforme. Un traitement préférentiel dans le régime de participation aux recettes est donc considéré comme approprié pour permettre à ces petits marchés boursiers de maintenir le niveau des admissions à la cote à l'échelon local et préserver un écosystème riche et dynamique, conformément aux objectifs de l'union des marchés des capitaux.

- (23) Les petits marchés réglementés sont des marchés réglementés qui admettent les actions d'émetteurs dont la négociation sur le marché secondaire a tendance à être moins liquide que celle d'actions admises sur de plus grands marchés réglementés. Pour éviter que des volumes d'opérations (ou des valeurs nominales) inférieurs ne pénalisent les petites bourses de valeurs dans le régime de participation aux recettes conçu pour le système consolidé de publication des actions, les données relatives aux transactions sur ces actions moins liquides devraient entraîner une rémunération plus élevée que ne l'indique la valeur notionnelle de ces transactions. Pour savoir si une action est moins liquide, il conviendrait de se baser sur le degré de liquidité transparente pré-négociation affichée par le marché réglementé qui admet cette action, par rapport au volume quotidien moyen des échanges dont elle fait l'objet.
- (24) Le système consolidé de publication constituant une nouveauté dans le contexte des marchés financiers de l'UE, l'AEMF devrait être chargée de fournir à la Commission européenne une évaluation du régime de participation aux recettes conçu pour les marchés réglementés dans le cadre du système consolidé de publication pour les actions. Ce rapport devrait porter sur 12 mois au moins de fonctionnement du CTP et, sur demande de la Commission, sur une période plus longue si cela est jugé nécessaire ou approprié. L'évaluation devrait notamment déterminer si le mécanisme de participation des petits marchés réglementés aux recettes du CTP est équitable et permet de préserver le rôle joué par ces marchés dans leur écosystème financier local. La Commission devrait être habilitée à réviser ce mécanisme de répartition au moyen d'un acte délégué, si cela est jugé nécessaire ou approprié.
- (25) Il convient de veiller à ce que les fournisseurs de système consolidé de publication remédient durablement aux asymétries d'information existant sur les marchés des capitaux et que les données consolidées qu'ils fournissent soient fiables. Les fournisseurs de système consolidé de publication devraient donc être tenus de souscrire à des exigences organisationnelles et à des normes de qualité de service qu'ils seraient tenus de respecter à tout moment, une fois qu'ils auraient été agréés par l'AEMF. Ces normes de qualité devraient couvrir des aspects liés à la collecte des données de marché essentielles consolidées, à l'horodatage précis de ces données à différents stades de la chaîne de livraison, à la perception et à la gestion des redevances d'abonnement aux données de marché, et à la répartition des recettes entre les contributeurs en données de marché.
- (26) Afin de préserver la confiance des participants au marché dans le fonctionnement des fournisseurs de système consolidé de publication, ces fournisseurs devraient publier à intervalles réguliers une série de rapports sur le respect des obligations qui leur

incombent en vertu du présent règlement, comprenant notamment des statistiques de performance et des comptes rendus d'incidents concernant leurs systèmes et la qualité des données. En raison du caractère hautement technique de la teneur de ces rapports, l'AEMF devrait être habilitée à en spécifier la teneur, le format et le calendrier de publication.

- (27) L'obligation de mettre les rapports sur les transactions à la disposition du public gratuitement après 15 minutes s'applique actuellement à l'ensemble des plateformes de négociation, des APA et des CTP. En ce qui concerne les CTP, cette obligation fait obstacle à la commercialisation des données de marché essentielles consolidées et restreint considérablement la viabilité commerciale d'un CTP potentiel, puisque certains clients potentiels pourraient préférer attendre d'avoir accès aux données consolidées gratuites plutôt que de s'abonner au système consolidé de publication. C'est particulièrement le cas pour les obligations et les instruments dérivés qui ne sont pas négociés fréquemment et pour lesquels les données restent souvent valables, pour l'essentiel, après 15 minutes. L'obligation de livrer gratuitement les données après 15 minutes devrait donc rester d'application pour les plateformes de négociation et les APA, mais être levée pour les CTP, afin de protéger leur modèle économique.
- (30) L'article 28 du règlement (UE) n° 600/2014 veut que les instruments dérivés de gré à gré soumis à l'obligation de compensation soient négociés sur des plateformes de négociation. Le règlement (UE) n° 2019/834 du Parlement européen et du Conseil³⁵ a modifié le règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil³⁶ afin de réduire l'éventail des entités soumises à cette obligation de compensation. Compte tenu de l'interconnexion étroite qui existe entre l'obligation de négociation prévue par le règlement (UE) n° 600/2014 pour les instruments dérivés et l'obligation de compensation prévue par le règlement (UE) n° 648/2012, il est nécessaire et opportun, par souci de cohérence et de simplification du cadre juridique, de réaligner la première obligation sur la seconde. Sans cet alignement, certaines petites contreparties financières ou non financières ne seraient plus soumises à l'obligation de compensation, mais resteraient soumises à l'obligation de négociation.
- (31) L'article 6 *bis* du règlement (UE) n° 648/2012 prévoit un mécanisme de suspension provisoire de l'obligation de compensation lorsque les critères sur la base desquels des classes spécifiques de produits dérivés de gré à gré ont été soumises à cette obligation ne sont plus remplis, ou lorsque cette suspension n'est pas jugée nécessaire pour éviter une menace sérieuse à la stabilité financière de l'Union. Or, cette suspension peut empêcher certaines contreparties de satisfaire à l'obligation de compensation que leur impose le règlement (UE) n° 600/2014, puisqu'il faut d'abord remplir l'obligation de compensation pour pouvoir satisfaire à l'obligation de négociation. Il convient donc de stipuler que, lorsqu'une suspension de l'obligation de compensation est susceptible d'entraîner d'importantes modifications des critères d'application de l'obligation de négociation, il devrait être possible de suspendre simultanément cette dernière pour la

³⁵ Règlement (UE) 2019/834 du Parlement européen et du Conseil du 20 mai 2019 modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 en ce qui concerne l'obligation de compensation, la suspension de l'obligation de compensation, les obligations de déclaration, les techniques d'atténuation des risques pour les contrats dérivés de gré à gré non compensés par une contrepartie centrale, l'enregistrement et la surveillance des référentiels centraux et les exigences applicables aux référentiels centraux (JO L 141 du 28.5.2019, p. 42).

³⁶ Règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (JO L 201 du 27.7.2012, p. 1).

ou les catégories d'instruments dérivés de gré à gré pour laquelle l'obligation de compensation serait suspendue.

- (32) Un mécanisme de suspension ad hoc est nécessaire pour permettre à la Commission de réagir rapidement à d'importantes modifications des conditions de marché qui peuvent avoir une incidence significative sur les transactions d'instruments dérivés et leurs contreparties. Dans de telles conditions de marché, la Commission devrait pouvoir, à la demande de l'autorité compétente d'un État membre, suspendre l'obligation de négociation, indépendamment de la suspension ou non de l'obligation de compensation. Cette suspension devrait être possible lorsque les activités d'une entreprise d'investissement de l'UE avec une contrepartie hors EEE sont indûment affectées par l'obligation de négociation prévue par l'UE pour les instruments dérivés, et que cette entreprise joue un rôle de teneur de marché dans la catégorie d'instruments dérivés soumis à cette obligation. La question du chevauchement des obligations de négociation pour les produits dérivés (« *derivatives trading obligations* », ou DTO) est particulièrement problématique lorsqu'il s'agit de négocier avec une contrepartie domiciliée dans un pays tiers qui applique sa propre DTO. Ce mécanisme de suspension permettrait également aux contreparties de l'UE de rester compétitives sur les marchés mondiaux. Au moment de décider de la suspension de l'obligation de négociation, la Commission devrait tenir compte de l'incidence de cette suspension sur l'obligation de compensation prévue par le règlement (UE) n° 648/2012.
- (33) Les dispositions imposant un libre accès pour les produits dérivés cotés limitent l'intérêt d'investir dans de nouveaux produits, puisque les concurrents peuvent y avoir accès sans investissement de départ. L'application du régime de libre accès défini par les articles 35 et 36 du règlement (UE) n° 600/2014 pour les produits dérivés cotés peut donc restreindre la compétitivité de ces produits, les marchés réglementés n'étant alors plus incités à créer de nouveaux produits dérivés cotés. Il convient donc, pour stimuler l'innovation et le développement de ces produits dans l'Union, de préciser que ce régime ne s'applique pas à la contrepartie centrale ou à la plateforme de négociation concernée pour les produits dérivés cotés.
- (34) Les intermédiaires financiers doivent s'efforcer d'obtenir le meilleur prix possible et la plus forte probabilité d'exécution possible pour les transactions qu'ils exécutent pour le compte de leurs clients. À cette fin, leur choix d'une plateforme de négociation ou d'une contrepartie pour l'exécution de ces transactions ne devrait reposer que sur le critère de l'exécution au mieux des intérêts de leurs clients. Ce principe d'exécution au mieux ne saurait être compatible avec le fait que l'intermédiaire financier soit payé par une contrepartie pour l'exécution de transactions de clients. Il convient donc d'interdire aux entreprises d'investissement de recevoir ce type de paiement.
- (35) La Commission devrait adopter les projets de normes techniques de réglementation élaborés par l'AEMF concernant les caractéristiques spécifiques du régime de publication différée pour les transactions portant sur des instruments autres que des actions ou instruments assimilés, la fourniture d'informations à des conditions commerciales raisonnables, la synchronisation des horloges professionnelles des plateformes de négociation, des internalisateurs systématiques, des APA et des CTP, et les caractéristiques de l'obligation de publication du CTP. La Commission devrait adopter ces projets de normes techniques de réglementation par voie d'actes délégués, en vertu de l'article 290 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne et conformément aux articles 10 à 14 du règlement (UE) n° 1093/2010.

- (36) Étant donné que les objectifs du présent règlement, qui consistent à faciliter l'émergence d'un fournisseur de système consolidé de publication couvrant l'ensemble des marchés pour chaque catégorie d'actifs, et à modifier certains aspects de la législation existante afin de renforcer non seulement la transparence des marchés d'instruments financiers, mais aussi l'égalité des conditions de concurrence entre marchés réglementés et internalisateurs systématiques, ne peuvent être atteints de manière suffisante par les seuls États membres, mais peuvent l'être mieux, en raison des dimensions ou des effets de l'action envisagée, au niveau de l'Union, c'est à ce niveau qu'il convient de prendre des mesures, conformément au principe de subsidiarité consacré par l'article 5 du traité sur l'Union européenne. Conformément au principe de proportionnalité tel qu'énoncé audit article, le présent règlement n'excède pas ce qui est nécessaire pour atteindre ces objectifs. En outre, il respecte les droits fondamentaux et observe les principes reconnus par la Charte, en particulier la liberté d'entreprise et la protection des consommateurs,

ONT ADOPTÉ LE PRÉSENT RÈGLEMENT:

Article premier

Modifications du règlement (UE) n° 600/2014

- (1) L'article 1^{er} est modifié comme suit:
- (a) au paragraphe 1, le point i) suivant est ajouté:
 - «h) le champ de la négociation multilatérale.»;
 - (b) le paragraphe 3 est remplacé par le texte suivant:
 - «3. Le titre V du présent règlement s'applique également à toutes les contreparties financières visées à l'article 4 *bis*, paragraphe 1, deuxième alinéa, du règlement (UE) n° 648/2012 et à toutes les contreparties non financières visées à l'article 10, paragraphe 1, deuxième alinéa, dudit règlement.»;
 - (c) le paragraphe 7 *bis* suivant est inséré:
 - «7 *bis*. Tous les systèmes multilatéraux fonctionnent soit conformément aux dispositions du titre II de la directive 2014/65/UE relatives aux MTF ou aux OTF, soit conformément aux dispositions du titre III de ladite directive relatives aux marchés réglementés.
 - Toutes les entreprises d'investissement qui, de manière organisée, fréquente, systématique et substantielle, négocient pour compte propre lorsqu'elles exécutent les ordres des clients en dehors d'un marché réglementé, d'un MTF ou d'un OTF fonctionnent conformément au titre III du présent règlement.
 - Sans préjudice des articles 23 et 28, toutes les entreprises d'investissement concluant des transactions sur des instruments financiers qui ne sont pas conclues sur des systèmes multilatéraux ou auprès d'internalisateurs systématiques se conforment aux dispositions des articles 20, 21, 22, 22 *bis*, 22 *ter* et 22 *quater* du présent règlement.».
- (2) À l'article 2, le paragraphe 1 est modifié comme suit:
- (a) le point 11 est remplacé par le texte suivant:
 - «11. “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;»;

- (b) le point 34 *bis* suivant est ajouté:
- «34 *bis*. “contributeur en données de marché”: une plate-forme de négociation, une entreprise d’investissement, y compris les internalisateurs systématiques, ou un APA;»;
- (c) le point 35 est remplacé par le texte suivant:
- «35. “fournisseur de système consolidé de publication” ou “CTP”: une personne autorisée, conformément au titre IV *bis*, chapitre 1, du présent règlement, à fournir un service consistant à collecter les données de marché pour les actions, les fonds cotés, les obligations ou les instruments dérivés auprès des contributeurs en données de marché et à consolider ces données en un flux électronique de données actualisé en continu fournissant des données de marché essentielles par action, fonds coté, obligation ou instrument dérivé, et à les fournir aux utilisateurs de données de marché;»;
- (d) les points 36 *ter* et 36 *quater* suivants sont ajoutés:
- «36 *ter*. “données de marché essentielles”:
- (a) toutes les données suivantes sur les actions ou instruments assimilés:
- i) les meilleurs prix vendeurs et prix acheteurs avec les volumes correspondants;
 - ii) le prix de transaction et le volume exécuté au prix indiqué;
 - iii) les informations relatives aux enchères intrajournalières;
 - iv) les informations relatives aux enchères de clôture;
 - v) le code d’identification de marché (MIC) identifiant le lieu d’exécution;
 - vi) l’identifiant d’instrument normalisé qui s’applique sur toutes les plates-formes;
 - vii) l’horodatage de toutes les informations suivantes:
 - l’heure et la date d’exécution de la transaction;
 - l’heure et la date de publication de la transaction;
 - la réception de données de marché de la part des contributeurs en données de marché;
 - la réception de données de marché de la part des fournisseurs de système consolidé de publication;
 - la diffusion de données de marché consolidées auprès des abonnés;
 - viii) les protocoles de négociation et les dérogations ou reports de publication applicables;
- (b) toutes les données suivantes sur les instruments autres que des actions ou instruments assimilés:
- i) le prix de transaction et la quantité/taille exécutée au prix indiqué;
 - ii) le code d’identification de marché (MIC) identifiant le lieu d’exécution;

- iii) l'identifiant d'instrument normalisé qui s'applique sur toutes les plates-formes;
- iv) l'horodatage de toutes les informations suivantes:
 - l'heure et la date d'exécution de la transaction;
 - l'heure et la date de publication de la transaction;
 - la réception de données de marché de la part des contributeurs en données de marché;
 - la réception de données de marché par le mécanisme d'agrégation/de consolidation du consolidateur;
 - la diffusion de données de marché consolidées auprès des abonnés;
- v) les protocoles de négociation et les dérogations ou reports de publication applicables;

36 *quater*. “données réglementaires”: les données relatives au statut des systèmes d'appariement des ordres sur les instruments financiers, y compris les informations sur les coupe-circuits, les interruptions de négociation et les prix d'ouverture et de clôture de ces instruments financiers;».

(3) L'article 4 est modifié comme suit:

(a) le paragraphe 1 est modifié comme suit:

i) le point a) est remplacé par le texte suivant:

«a) les systèmes d'appariement des ordres dont la taille est supérieure au double de la taille normale de marché et qui sont fondés sur une méthode de négociation selon laquelle le prix des instruments financiers visés à l'article 3, paragraphe 1, est obtenu à partir de l'un des éléments suivants:

- i) le prix de ces instruments financiers sur les plates-formes de négociation sur lesquelles ils ont été admis à la négociation pour la première fois;
- ii) le prix de ces instruments financiers sur le marché le plus pertinent en termes de liquidité, lorsque ce prix est largement publié et considéré par les participants au marché comme un prix de référence fiable;
- iii) le système consolidé de publication pour les actions ou les fonds cotés.»;

ii) l'alinéa suivant est ajouté:

«Aux fins du point a), le recours continu à cette dérogation est soumis aux conditions énoncées à l'article 5.»;

(b) au paragraphe 2, le premier alinéa est remplacé par le texte suivant:

«Le prix de référence visé au paragraphe 1, point a), est établi à partir de l'un des éléments suivants:

a) le point médian entre les prix acheteurs et vendeurs actuels provenant:

- i) de la plate-forme de négociation sur laquelle ces instruments financiers ont été admis à la négociation pour la première fois;
 - ii) du marché le plus pertinent en termes de liquidité; ou
 - iii) du système consolidé de publication pour les actions ou les fonds cotés;
- b) lorsque le prix visé au point a) n'est pas disponible, le prix d'ouverture ou de clôture de la séance de négociation pertinente.».

(4) L'article 5 est modifié comme suit:

- (a) le titre est remplacé par le titre suivant:

«Article 5

Plafonnement des volumes»;

- (b) le paragraphe 1 est remplacé par le texte suivant:

«1. Les plates-formes de négociation suspendent leur recours aux dérogations visées à l'article 4, paragraphe 1, point a), et à l'article 4, paragraphe 1, point b) i), lorsque le volume des négociations sur un instrument financier effectuées dans l'Union dans le cadre de ces dérogations dépasse 7 % du volume total des négociations sur cet instrument financier dans l'Union. Les plates-formes de négociation fondent leur décision de suspendre le recours à ces dérogations sur les données publiées par l'AEMF conformément au paragraphe 4 et prennent cette décision dans un délai de deux jours ouvrables à compter de la publication de ces données et pour une durée de six mois.»;

- (c) les paragraphes 2 et 3 sont supprimés;

- (d) le paragraphe 4 est remplacé par le texte suivant:

«4. L'AEMF publie, dans un délai de cinq jours ouvrables à compter de la fin de chaque mois civil, toutes les données suivantes:

- a) le volume total de négociation par instrument financier dans les 12 derniers mois à l'échelle de l'Union;
- b) le pourcentage de négociation sur un instrument financier effectuée dans l'Union dans le cadre des dérogations visées à l'article 4, paragraphe 1, point a), et à l'article 4, paragraphe 1, point b) i);
- c) la méthode utilisée pour obtenir le pourcentage visé au point b).»;

- (e) le paragraphe 5 est supprimé;

- (f) le paragraphe 7 est remplacé par le texte suivant:

«7. Afin de garantir une base fiable pour le suivi de la négociation effectuée dans le cadre des dérogations visées à l'article 4, paragraphe 1, point a), et à l'article 4, paragraphe 1, point b) i) et pour déterminer si la limite visée au paragraphe 1 a été dépassée, les opérateurs des plates-formes de négociation mettent en place des systèmes et des procédures permettant l'identification de toutes les transactions qui ont été effectuées sur leur plate-forme dans le cadre de ces dérogations.».

(5) L'article 9 est modifié comme suit:

- (a) au paragraphe 1, le point b) est supprimé;

- (b) au paragraphe 5, le point d) est supprimé.
- (6) L'article 11 est modifié comme suit:
- (a) le paragraphe 1 est modifié comme suit:
- i) le premier alinéa est remplacé par le texte suivant:
- «Sur la base du régime de report de publication prévu au paragraphe 4, les autorités compétentes autorisent les opérateurs de marché et les entreprises d'investissement exploitant une plate-forme de négociation à différer la publication du prix des transactions jusqu'à la fin de la séance de négociation ou la publication du volume des transactions pour une durée maximale de deux semaines.»;
- ii) au deuxième alinéa, le point c) est supprimé;
- (b) le paragraphe 3 est remplacé par le texte suivant:
- «3. Lorsqu'elles autorisent une publication différée telle que mentionnée au paragraphe 1 en ce qui concerne des transactions sur des titres de dette souveraine, les autorités compétentes peuvent autoriser les opérateurs de marché et les entreprises d'investissement exploitant une plate-forme de négociation:
- a) à autoriser qu'il ne soit pas procédé à la publication du volume d'une transaction donnée pendant une période de report de publication d'une durée étendue; ou
- b) à publier sous une forme agrégée plusieurs transactions sur des titres de dette souveraine pour une durée indéterminée.»;
- (c) le paragraphe 4 est modifié comme suit:
- i) le premier alinéa est modifié comme suit:
- le point c) est remplacé par le texte suivant:
- «c) les transactions pouvant bénéficier d'un report de publication des prix ou des volumes, et les transactions pour lesquelles les autorités compétentes autorisent les opérateurs de marché et les entreprises d'investissement exploitant une plate-forme de négociation à prévoir une publication différée du volume ou du prix pendant l'une des durées suivantes:
- i) 15 minutes;
- ii) jusqu'à la fin de la séance de négociation;
- iii) deux semaines.»;
- ii) l'alinéa suivant est inséré après le premier alinéa:
- «Aux fins du premier alinéa, point c), l'AEMF précise les classes pour lesquelles la période de report s'applique dans l'ensemble de l'Union au moyen des critères suivants:
- (a) la détermination de la liquidité;
- (b) la taille de la transaction, en particulier les transactions sur des marchés non liquides ou les transactions d'une taille élevée;

- (c) pour les obligations, le classement de l'obligation dans la catégorie "investissement" ("investment grade") ou "rendement élevé".».

(7) À l'article 13, le paragraphe 3 suivant est ajouté:

«3. L'AEMF élabore des projets de normes techniques de réglementation précisant le contenu, le format et la terminologie des informations que les plates-formes de négociation, les APA, les CTP et les internalisateurs systématiques doivent mettre à la disposition du public à des conditions commerciales raisonnables.

L'AEMF soumet ces projets de normes techniques de réglementation à la Commission au plus tard le [OP: veuillez insérer la date correspondant à neuf mois après l'entrée en vigueur].

La Commission est habilitée à adopter les normes techniques de réglementation visées au premier alinéa conformément aux articles 10 à 14 du règlement (UE) n° 1095/2010.».

(8) L'article 14 est modifié comme suit:

(a) les paragraphes 2 et 3 sont remplacés par le texte suivant:

«2. Le présent article et les articles 15, 16 et 17 s'appliquent aux internalisateurs systématiques lorsqu'ils effectuent des transactions ne dépassant pas le double de la taille normale de marché. Les internalisateurs systématiques ne sont soumis ni au présent article ni aux articles 15, 16 et 17 lorsqu'ils effectuent des transactions d'une taille supérieure au double la taille normale de marché.

3. Les internalisateurs systématiques sont autorisés à fournir des cotations pour n'importe quelle taille. La taille de cotation minimale représente au moins le double de la taille normale de marché pour l'action, le certificat représentatif, le fonds coté, le certificat préférentiel ou tout autre instrument financier similaire à ces instruments financiers et négocié sur une plate-forme de négociation. Pour chaque action, certificat représentatif, fonds coté, certificat préférentiel ou autre instrument financier similaire à ces instruments financiers et négocié sur une plate-forme de négociation, la cotation comporte un prix ferme acheteur et vendeur, ou des prix fermes acheteur et vendeur pour une taille ou des tailles pouvant aller jusqu'au double de la taille normale de marché pour la catégorie d'actions, de certificats représentatifs, de fonds cotés, de certificats préférentiels ou d'instruments financiers similaires à ces instruments financiers, dont relève l'instrument financier concerné. Ce ou ces prix reflètent les conditions de marché prévalant pour cette action, ce certificat représentatif, ce fonds coté, ce certificat préférentiel ou cet instrument financier similaire à ces instruments financiers.»;

(b) le paragraphe 6 *bis* suivant est inséré:

«6 *bis*. Les internalisateurs systématiques n'appartiennent pas les ordres au point médian entre les prix acheteurs et vendeurs actuels.».

(9) L'article 17 *bis* est remplacé par le texte suivant:

«Article 17 *bis*
Pas de cotation

1. Les prix, les ajustements des prix et les prix d'exécution des internalisateurs systématiques sont conformes aux pas de cotation définis conformément à l'article 49 de la directive 2014/65/UE.
 2. L'application des pas de cotation fixés conformément à l'article 49 de la directive 2014/65/UE n'empêche pas les internalisateurs systématiques d'apparier des ordres d'une taille élevée au point médian entre les prix acheteurs et vendeurs actuels. L'appariement des ordres au point médian entre les prix acheteurs et vendeurs actuels en deçà de la taille élevée mais au dessus du double de la taille normale de marché est autorisé dans la mesure où ces pas de cotation sont respectés.».
- (10) Les articles 22 *bis*, 22 *ter* et 22 *quater* suivants sont insérés:

«Article 22 bis

Fourniture de données de marché au CTP

1. En ce qui concerne les actions, les fonds cotés et les obligations qui sont négociés sur une plate-forme de négociation, et en ce qui concerne les contrats dérivés de gré à gré au sens de l'article 2, point 7, du règlement (UE) n° 648/2012 qui sont soumis à l'obligation de compensation prévue à l'article 4 dudit règlement, les contributeurs en données de marché fournissent au CTP toutes les données de marché visées à l'article 22 *ter*, paragraphe 2, en tant que de besoin pour que le CTP soit opérationnel. Ces données de marché sont fournies dans un format harmonisé, au moyen d'un protocole de transmission de haute qualité, dans un délai aussi proche du temps réel qu'il est techniquement possible.
2. Chaque CTP est libre de choisir, parmi les différents types de connexion que les contributeurs en données de marché offrent aux autres utilisateurs, celui qu'il souhaite utiliser pour la fourniture de ces données. Les contributeurs en données de marché ne reçoivent aucune autre rémunération pour la fourniture de la connexion que le partage des recettes pour les actions, tel que précisé dans les conditions de désignation du CTP dans le cadre de la procédure de sélection prévue à l'article 27 *quinquies bis*.
3. En ce qui concerne les transactions portant sur les instruments visés au paragraphe 1 conclues par des entreprises d'investissement en dehors d'une plate-forme de négociation, les contributeurs en données de marché fournissent au CTP les données de marché relatives à ces transactions, soit directement, soit par l'intermédiaire d'un APA.
4. Les contributeurs en données de marché ne reçoivent aucune autre rémunération pour les données de marché fournies que le partage des recettes visé à l'article 27 *quinquies bis*, paragraphe 2, point c).
5. Les contributeurs en données de marché fournissent les informations relatives aux dérogations et aux reports de publication prévus aux articles 4, 7, 11, 14, 20 et 21.

Article 22 ter

Qualité des données de marché

1. Le [OP: veuillez insérer la date correspondant à 3 mois après l'entrée en vigueur] au plus tard, la Commission crée un groupe d'experts des parties prenantes chargé d'émettre des avis sur la qualité et la teneur des données de marché, sur l'interprétation commune des données de marché et sur la qualité du protocole de transmission visé à l'article 22 *bis*, paragraphe 1. Le groupe d'experts des parties prenantes émet un avis une fois par an. Cet avis est rendu public.

2. La Commission est habilitée à adopter des actes délégués conformément à l'article 50 afin de préciser la qualité et la teneur des données de marché et la qualité du protocole de transmission.

Ces actes délégués apportent notamment des précisions:

- (a) sur les données de marché que les contributeurs doivent fournir au CTP afin que soient produites les données de marché essentielles dont celui-ci a besoin pour être opérationnel, et notamment sur la teneur et le format de ces données de marché;
- (b) sur ce qui constitue les données de marché essentielles visées à l'article 2, paragraphe 1, point 36 *ter*), et les données réglementaires visées à l'article 2, paragraphe 1, point 36 *quater*).

Aux fins du premier alinéa, la Commission tient compte de l'avis de l'AEMF et du groupe d'experts techniques établi conformément au paragraphe 2, des évolutions internationales et des normes convenues au niveau de l'Union ou au niveau international. La Commission veille à ce que les actes délégués adoptés tiennent compte des exigences de déclaration énoncées aux articles 3, 6, 8, 10, 14, 18, 20, 21 et 27 *octies*.

Article 22 quater

Synchronisation des horloges professionnelles

1. Les plateformes de négociation et leurs membres ou participants, les internalisateurs systématiques, les APA et les CTP synchronisent leurs horloges professionnelles afin d'enregistrer la date et l'heure de tout événement méritant d'être signalé.
2. L'AEMF élabore, conformément aux normes internationales, des projets de normes techniques de réglementation visant à déterminer le niveau de précision requis pour la synchronisation des horloges.

L'AEMF soumet ces projets de normes techniques de réglementation à la Commission au plus tard le [OP: veuillez insérer la date correspondant à 6 mois après l'entrée en vigueur].

La Commission est habilitée à adopter les normes techniques de réglementation visées au premier alinéa conformément aux articles 10 à 14 du règlement (UE) n° 1095/2010.».

- (11) À l'article 23, le paragraphe 1 est remplacé par le texte suivant:

«1. Une entreprise d'investissement veille à ce que les négociations qu'elle mène sur des actions assorties d'un code ISIN (numéro international d'identification des titres) de l'EEE se déroulent sur un marché réglementé, dans le cadre d'un MTF ou d'un internalisateur systématique ou sur une plateforme de négociation d'un pays tiers jugée équivalente, conformément à l'article 25, paragraphe 4, point a), de la directive 2014/65/UE, selon le cas, à moins que:

- (a) ces actions ne soient négociées sur une plateforme de pays tiers dans la monnaie locale; ou
- (b) ces négociations ne soient effectuées entre contreparties éligibles, entre contreparties professionnelles ou entre contreparties éligibles et professionnelles et ne contribuent pas au processus de détermination des prix.

L'AEMF publie sur son site web la liste des actions assorties d'un code ISIN de l'EEE soumises à l'obligation de négociation et met à jour cette liste régulièrement.».

(12) L'article 26, paragraphe 9, est modifié comme suit:

(a) le point j) suivant est ajouté:

«j) la date à laquelle les transactions doivent être déclarées.»;

(b) l'alinéa suivant est inséré après le premier alinéa:

«Lorsqu'elle élabore ces projets de normes techniques de réglementation, l'AEMF tient compte des évolutions internationales et des normes convenues au niveau de l'Union ou au niveau international, ainsi que de leur conformité avec les obligations de déclaration prévues par le règlement (UE) 2019/834 et le règlement (UE) 2015/2365.».

(13) À l'article 26, le paragraphe 11 suivant est ajouté:

«11. Au plus tard le [*OP: veuillez insérer la date correspondant à 2 ans après la date de publication*], l'AEMF remet à la Commission un rapport évaluant la possibilité d'harmoniser davantage les déclarations de transactions et de rationaliser les flux de données au titre de l'article 26 du présent règlement, afin:

(a) de réduire le nombre d'exigences redondantes ou incohérentes en matière de déclaration des données de transaction, en particulier dans le présent règlement, le règlement (UE) 2019/834 du Parlement européen et du Conseil^{*1} et le règlement (UE) 2015/2365;

(b) d'améliorer la normalisation des données et d'optimiser le partage et l'utilisation des données communiquées, au sein de tout cadre déclaratif de l'Union, par toute autorité compétente de l'Union ou nationale.

Pour élaborer ce rapport, l'AEMF travaille, le cas échéant, en étroite coopération avec les autres organes du Système européen de surveillance financière et la Banque centrale européenne.

*1 Règlement (UE) 2019/834 du Parlement européen et du Conseil du 20 mai 2019 modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 en ce qui concerne l'obligation de compensation, la suspension de l'obligation de compensation, les obligations de déclaration, les techniques d'atténuation des risques pour les contrats dérivés de gré à gré non compensés par une contrepartie centrale, l'enregistrement et la surveillance des référentiels centraux et les exigences applicables aux référentiels centraux (JO L 141 du 28.5.2019, p. 42).».

(14) L'article 27, paragraphe 3, est modifié comme suit:

(a) le point c) suivant est ajouté:

«c) la date à laquelle les données de référence doivent être déclarées.»;

(b) l'alinéa suivant est inséré après le premier alinéa:

«Lorsqu'elle élabore ces projets de normes techniques de réglementation, l'AEMF tient compte des évolutions internationales et des normes convenues au niveau de l'Union ou au niveau international, ainsi que de leur conformité avec les obligations de déclaration prévues par le règlement (UE) 2019/834 et le règlement (UE) 2015/2365.».

(15) L'article 27 *quinquies bis* suivant est inséré:

«Article 27 quinquies bis

Procédure de sélection en vue de l'agrément d'un fournisseur unique de système consolidé de publication pour chaque catégorie d'actifs

1. Au plus tard le [OP: veuillez insérer la date correspondant à 3 mois après l'entrée en vigueur], l'AEMF organise une procédure de sélection en vue de la désignation d'un CTP pour une durée de cinq ans. L'AEMF organise une procédure de sélection distincte pour chacune des catégories d'actifs suivantes: actions, fonds cotés, obligations et instruments dérivés (ou sous-catégories pertinentes d'instruments dérivés).
2. Pour chacune des catégories d'actifs visées au paragraphe 1, l'AEMF évalue les candidatures sur la base des critères suivants:
 - (a) la capacité technique des candidats à fournir un système consolidé de publication résilient dans toute l'Union;
 - (b) la capacité des candidats à satisfaire aux exigences organisationnelles énoncées à l'article 27 *nonies*;
 - (c) la structure de gouvernance des candidats;
 - (d) la vitesse à laquelle les candidats peuvent diffuser les données de marché essentielles;
 - (e) la capacité des candidats à assurer la diffusion de données de bonne qualité;
 - (f) les dépenses totales que les candidats auront besoin d'engager pour créer le système consolidé de publication et le coût d'une exploitation en continu de ce système;
 - (g) le niveau des redevances que les candidats entendent facturer aux différents types d'utilisateurs des données de marché essentielles;
 - (h) la possibilité qu'ont les candidats d'utiliser des technologies d'interface modernes pour la fourniture des données de marché essentielles et pour la connectivité;
 - (i) le support que les candidats utiliseront pour stocker les données historiques;
 - (j) les protocoles que les candidats utiliseront pour prévenir les pannes et remédier à celles qui se produisent.
3. L'invitation à soumissionner dans le cadre de la première procédure de sélection organisée pour les actions ne concerne que la fourniture d'un système consolidé de publication de données post-négociation. Avant les procédures de sélection ultérieures, l'AEMF évalue l'incidence, du point de vue de la demande et des recettes, sur les marchés réglementés et, sur la base de cette évaluation, fait rapport à la Commission sur la possibilité d'ajouter les meilleurs prix vendeurs et prix acheteurs et les volumes correspondants au système de publication. Sur la base de ce rapport et de l'expérience acquise à la suite de la première procédure de sélection, la Commission est habilitée à adopter un acte délégué précisant le niveau approprié de la contribution en données pré-négociation au CTP.
4. Outre les critères énoncés au paragraphe 2, la sélection du CTP pour les actions prend en considération le régime de participation aux recettes, et en particulier la formule de cette participation, applicable aux marchés réglementés qui sont des

contributeurs en données de marché. Lorsqu'elle examine les offres en concurrence, l'AEMF sélectionne le CTP pour les actions qui offre aux marchés réglementés, et en particulier aux plus petits, le régime de participation aux recettes le plus avantageux après déduction des coûts de fonctionnement et d'une marge raisonnable. Ces recettes sont redistribuées conformément à l'article 27 *nonies*, paragraphe 1, point c), et au prorata des contributions en données fournies conformément à l'article 22 *bis*.

5. Dans un délai de 3 mois à compter de l'ouverture de la procédure de sélection visée au paragraphe 2, l'AEMF adopte une décision dûment motivée sélectionnant et agréant les entités chargées de gérer les systèmes consolidés de publication. Cette décision motivée précise les conditions dans lesquelles les CTP exercent leur activité, et notamment le niveau des redevances visé au paragraphe 2, point g), et, pour les actions, le niveau de participation visé au paragraphe 3, en particulier pour les marchés réglementés les plus petits.
 6. Les CTP sélectionnés respectent à tout moment les exigences organisationnelles énoncées à l'article 27 *nonies* et les conditions fixées dans la décision de l'AEMF agréant le CTP visée au paragraphe 3. Un CTP qui n'est plus en mesure de respecter ces exigences et conditions, notamment celles concernant les perturbations du système et les intrusions dans celui-ci, en informe l'AEMF sans retard injustifié.
 7. Le retrait de l'agrément prévu à l'article 27 *sexies* ne prend effet qu'à partir du moment où un nouveau CTP a été sélectionné et agréé conformément aux paragraphes 1 à 4.».
- (16) L'article 27 *nonies* est remplacé par le texte suivant:

«Article 27 nonies

Exigences organisationnelles applicables aux fournisseurs de système consolidé de publication

1. Conformément aux conditions d'agrément énoncées à l'article 27 *quinquies bis*, un CTP:
 - (a) collecte toutes les contributions en données de marché relatives à la catégorie d'actifs pour laquelle il est agréé;
 - (b) perçoit les redevances d'abonnement mensuelles auprès des utilisateurs;
 - (c) dans le cas des données de marché concernant les actions, redistribue une partie de ses recettes afin de couvrir les coûts liés à la contribution obligatoire et d'assurer aux marchés réglementés, et notamment aux plus petits, un niveau de participation équitable aux recettes générées par le système consolidé de publication, conformément à l'article 27 *quinquies bis*, paragraphe 4;
 - (d) dans le respect des exigences de qualité des données visées à l'article 22 *ter*, met les données de marché essentielles consolidées, pour la fourniture desquelles le CTP est sélectionné conformément à l'article 27 *quinquies bis*, à la disposition des utilisateurs via un flux électronique continu de données, sans discrimination et dans un délai aussi proche du temps réel qu'il est techniquement possible;
 - (e) veille à ce que la publication des données de marché essentielles soit conforme aux dérogations et reports applicables au titre des articles 4, 7, 11, 14, 20 et 21;

- (f) veille à ce que les données de marché essentielles consolidées soient facilement accessibles, lisibles par machine et utilisables par tous les utilisateurs, y compris les investisseurs de détail.

Aux fins de la détermination de la participation visée au point c), les recettes du CTP sont réparties entre les marchés réglementés selon une formule qui reflète la proportion de liquidité transparente pré-négociation en actions affichée par un marché réglementé par rapport au volume d'échanges quotidien moyen de ces actions dans l'Union.

2. Les CTP adoptent et publient sur leur site web des normes de service couvrant l'ensemble des éléments suivants:
 - (a) un inventaire des contributeurs en données de marché auprès desquels les données de marché sont obtenues;
 - (b) les modes et la rapidité de diffusion des données de marché consolidées aux utilisateurs;
 - (c) les mesures prises pour assurer la continuité opérationnelle de la fourniture des données de marché consolidées.
 3. Les CTP mettent en place des mécanismes de sécurité solides destinés à garantir la sécurité des moyens de transfert des données de marché entre les contributeurs en données de marché et le CTP et entre le CTP et les utilisateurs, ainsi qu'à réduire au minimum le risque de corruption des données et d'accès non autorisé. Les CTP prévoient des ressources suffisantes et des mécanismes de sauvegarde pour pouvoir assurer leurs services à tout moment.
 4. Après 12 mois de fonctionnement à plein régime du CTP pour les actions, l'AEMF fournit à la Commission un avis motivé sur l'efficacité et l'équité du niveau de participation, tel qu'il est prévu par le paragraphe 1, deuxième alinéa, des marchés réglementés aux recettes générées par le CTP. La Commission peut demander à l'AEMF de rendre d'autres avis, lorsque cela s'avère nécessaire ou approprié. La Commission est habilitée à adopter un acte délégué conformément à l'article 50 afin de réviser la clé de répartition pour la redistribution des recettes, le cas échéant.»
- (17) L'article 27 *nonies bis* suivant est inséré:

«Article 27 nonies bis

Obligations de déclaration applicables aux fournisseurs de système consolidé de publication

1. À la fin de chaque trimestre, les CTP publient sur leur site web, qui doit être accessible gratuitement, les statistiques de performance et les comptes rendus d'incidents relatifs à la qualité des données et aux systèmes de données.
2. L'AEMF élabore des projets de normes techniques de réglementation précisant le contenu, le calendrier, le format et la terminologie de l'obligation de déclaration.
L'AEMF soumet ces projets de normes techniques de réglementation à la Commission au plus tard le [OP: veuillez insérer la date correspondant à neuf mois après l'entrée en vigueur].
La Commission est habilitée à adopter les normes techniques de réglementation visées au premier alinéa conformément aux articles 10 à 14 du règlement (UE) n° 1095/2010.

3. Les CTP gardent et préservent les documents relatifs à leur activité pendant au moins cinq ans. Les informations relatives aux deux premières années sont gardées en un lieu facilement accessible, et le CTP fournit rapidement lesdites informations à l'AEMF à sa demande.».

(18) À l'article 28, paragraphe 1, le libellé introductif est remplacé par le texte suivant:

«1. Les contreparties financières remplissant les conditions énoncées à l'article 4 *bis*, paragraphe 1, deuxième alinéa, du règlement (UE) n° 648/2012, et les contreparties non financières remplissant les conditions énoncées à l'article 10, paragraphe 1, deuxième alinéa, dudit règlement, qui concluent des transactions, qui ne sont ni des transactions intragroupe au sens de son article 3 ni des transactions couvertes par les dispositions transitoires de son article 89, avec de telles contreparties financières ou avec de telles contreparties non financières portant sur des dérivés appartenant à une catégorie d'instruments dérivés qui a été déclarée soumise à l'obligation de négociation selon la procédure prévue à l'article 32 du présent règlement et inscrite au registre visé à l'article 34 du présent règlement, le font uniquement sur:».

(19) À l'article 32, les paragraphes 7, 8 et 9 suivants sont ajoutés:

«7. Lorsque l'AEMF considère la suspension de l'obligation de compensation visée à l'article 6 *bis* du règlement (UE) n° 648/2012 comme constituant un changement significatif des critères pour que l'obligation de négociation prenne effet, tel que visé au paragraphe 5 du présent article, l'AEMF peut demander à la Commission de suspendre l'obligation de négociation prévue à l'article 28, paragraphes 1 et 2, du présent règlement pour les catégories de dérivés de gré à gré qui font l'objet de la demande de suspension de l'obligation de compensation.

8. La demande visée au paragraphe 7 n'est pas rendue publique.

9. Après réception de la demande visée au paragraphe 7, la Commission, sans retard injustifié et sur la base des motifs et éléments concrets fournis par l'AEMF:

(a) soit suspend, par acte d'exécution, l'obligation de négociation pour les catégories de dérivés de gré à gré qui font l'objet de la demande de suspension de l'obligation de compensation;

(b) soit rejette la demande de suspension.

Aux fins du point b), la Commission informe l'AEMF des motifs pour lesquels elle a rejeté la demande de suspension. La Commission informe immédiatement le Parlement européen et le Conseil de ce rejet et leur transmet les motifs présentés à l'AEMF. Les informations fournies au Parlement européen et au Conseil en ce qui concerne le rejet et ses motifs ne sont pas rendues publiques.».

(20) L'article 32 *bis* suivant est inséré:

«Article 32 *bis*

Suspension autonome de l'obligation de négociation

1. À la demande de l'autorité compétente d'un État membre, la Commission peut suspendre l'obligation de négociation d'instruments dérivés à l'égard de certaines entreprises d'investissement conformément à la procédure visée à l'article 51 et après avoir consulté l'AEMF. L'autorité compétente indique les raisons pour lesquelles elle considère que les conditions pour une suspension sont remplies. En particulier, l'autorité compétente démontre qu'une entreprise d'investissement de son ressort:

- (a) reçoit régulièrement des demandes de prix pour les instruments dérivés faisant l'objet de l'obligation de négociation;
 - (b) d'une contrepartie située en dehors de l'EEE qui n'est pas membre actif d'une plateforme de négociation de l'UE proposant la négociation de l'instrument dérivé qui fait l'objet de l'obligation de négociation; et
 - (c) fait souvent office de teneur de marché pour l'instrument dérivé qui fait l'objet de l'obligation de négociation.
2. Lorsqu'elle envisage de suspendre l'obligation de négociation en vertu du paragraphe 1, la Commission tient compte de l'éventuel effet de distorsion qu'une telle suspension de l'obligation de négociation exercerait sur l'obligation de compensation prévue à l'article 4, paragraphe 1, du règlement (UE) n° 648/2012.
3. L'acte d'exécution visé au paragraphe 1 est accompagné des éléments concrets présentés par l'autorité compétente qui demande la suspension.
4. L'acte d'exécution visé au paragraphe 1 est communiqué à l'AEMF et est publié au registre de l'AEMF prévu à l'article 34 du présent règlement.
5. La Commission réexamine régulièrement si les motifs qui ont justifié la suspension de l'obligation de négociation restent applicables.».
- (21) L'article 35 est modifié comme suit:
- (a) au paragraphe 1, premier alinéa, le libellé introductif est remplacé par le texte suivant:

«1. Sans préjudice de l'article 7 du règlement (UE) n° 648/2012, une contrepartie centrale accepte de compenser des instruments financiers sur une base non discriminatoire et transparente, notamment en ce qui concerne les obligations de garantie et les frais d'accès, indépendamment de la plate-forme de négociation où la transaction est exécutée.

L'exigence énoncée au premier alinéa ne s'applique pas aux produits dérivés cotés.

La contrepartie centrale veille en particulier au droit de la plate-forme de négociation, pour les contrats négociés sur cette plate-forme de négociation, à un traitement non discriminatoire en termes de:»;
 - (b) le paragraphe 3 est remplacé par le texte suivant:

«3. La contrepartie centrale répond par écrit à la plate-forme de négociation, soit dans un délai de trois mois à compter de l'autorisation de l'accès, à condition qu'une autorité compétente concernée l'ait accordé en application du paragraphe 4, soit dans un délai de trois mois à compter du refus. La contrepartie centrale ne peut rejeter la demande d'accès que dans les conditions visées au paragraphe 6, point a). Si une contrepartie centrale refuse l'accès, elle indique toutes les raisons motivant sa décision dans sa réponse et en informe son autorité compétente par écrit. Lorsque la plate-forme de négociation est établie dans un État membre autre que celui de la contrepartie centrale, cette dernière communique également la notification et la motivation susvisées à l'autorité compétente de ladite plate-forme de négociation. La contrepartie centrale rend l'accès possible dans les trois mois qui suivent sa réponse favorable à la demande d'accès.».

(22) L'article 36 est modifié comme suit:

(a) au paragraphe 1, le premier alinéa est remplacé par le texte suivant:

«Sans préjudice de l'article 8 du règlement (UE) n° 648/2012, une plate-forme de négociation fournit des flux de négociations sur une base non discriminatoire et transparente, notamment en ce qui concerne les frais d'accès, à la demande de toute contrepartie centrale agréée ou reconnue au titre dudit règlement qui souhaite compenser des transactions sur des instruments financiers conclues sur cette plate-forme de négociation. Cette exigence ne s'applique pas:

(a) aux contrats dérivés qui sont déjà soumis aux obligations d'accès en vertu de l'article 8 du règlement (UE) n° 648/2012;

(b) aux produits dérivés cotés.»;

(b) le paragraphe 3 est remplacé par le texte suivant:

«3. La plate-forme de négociation répond par écrit à la contrepartie centrale dans un délai de trois mois en précisant si elle lui autorise l'accès, à condition que l'autorité compétente concernée l'ait accordé en application du paragraphe 4, ou si elle le lui refuse. La plate-forme de négociation ne peut rejeter la demande d'accès que dans les conditions visées au paragraphe 6, point a). Si elle refuse l'accès, la plate-forme de négociation indique dans sa réponse écrite toutes les raisons motivant sa décision et transmet ladite réponse à son autorité compétente. Lorsque la contrepartie centrale est établie dans un État membre différent de celui de la plate-forme de négociation, cette dernière communique également la réponse susvisée à l'autorité compétente de la contrepartie centrale. La contrepartie centrale rend l'accès possible dans les trois mois qui suivent sa réponse favorable à la demande d'accès.»;

(c) le paragraphe 5 est supprimé.

(23) À l'article 38, le paragraphe 1 est remplacé par le texte suivant:

«1. Une plate-forme de négociation établie dans un pays tiers ne peut demander l'accès à une contrepartie centrale établie dans l'Union que si la Commission a adopté une décision en conformité avec l'article 28, paragraphe 4, à l'égard de ce pays tiers.

Une contrepartie centrale établie dans un pays tiers peut demander l'accès à une plate-forme de négociation établie dans l'Union à condition d'être reconnue au titre de l'article 25 du règlement (UE) n° 648/2012.

Il n'est permis aux contreparties centrales et aux plates-formes de négociation établies dans des pays tiers d'exercer les droits d'accès prévus aux articles 35 et 36 qu'en ce qui concerne les instruments financiers couverts par lesdits articles et que si la Commission a adopté, conformément au paragraphe 3 du présent article, une décision déterminant que le cadre juridique et le dispositif de surveillance du pays tiers offrent un système effectif équivalent en vertu duquel les contreparties centrales et les plates-formes de négociation agréées au titre de régimes étrangers bénéficient d'un accès aux contreparties centrales et aux plates-formes de négociation établies dans ledit pays tiers.».

(24) À l'article 38 *octies*, paragraphe 1, le libellé introductif est remplacé par le texte suivant:

«Si l'AEMF constate qu'une personne visée à l'article 38 *ter*, paragraphe 1, point a), n'a pas respecté l'une des exigences prévues à l'article 22 *bis*, à l'article 22 *ter* ou au titre IV *bis*, elle prend une ou plusieurs des mesures suivantes:».

- (25) À l'article 38 *nonies*, paragraphe 1, le premier alinéa est remplacé par le texte suivant:

«Si l'AEMF, en conformité avec l'article 38 *duodecies*, paragraphe 5, constate qu'une personne visée à l'article 38 *ter*, paragraphe 1, point a), n'a pas, de propos délibéré ou par négligence, respecté l'une des exigences prévues à l'article 22 *bis*, à l'article 22 *ter* ou au titre IV *bis*, elle adopte une décision imposant une amende au titre du paragraphe 2 dudit article.».

- (26) L'article 39 *bis* suivant est inséré:

«Article 39 *bis*

Interdiction des paiements pour la transmission d'ordres de clients à exécuter

Les entreprises d'investissement qui agissent pour le compte de clients ne perçoivent pas de droits, commissions ou avantages non monétaires de la part de tiers pour la transmission d'ordres de clients auxdits tiers en vue de leur exécution.».

- (27) L'article 50 est modifié comme suit:

- (a) le paragraphe 2 est remplacé par le texte suivant:

«2. Le pouvoir d'adopter des actes délégués visé aux dispositions suivantes est conféré pour une durée indéterminée à compter du 2 juillet 2014: article 1^{er}, paragraphe 9, article 2, paragraphes 2 et 3, article 13, paragraphe 2, article 15, paragraphe 5, article 17, paragraphe 3, article 19, paragraphes 2 et 3, et article 22 *ter*, paragraphe 2, article 27, paragraphe 4, article 27 *quinquies bis*, paragraphe 3, article 27 *octies*, paragraphe 7, article 27 *nonies*, paragraphe 4, article 31, paragraphe 4, article 38 *duodecies*, paragraphe 10, article 38 *quindecies*, paragraphe 3, article 40, paragraphe 8, article 41, paragraphe 8, article 42, paragraphe 7, article 45, paragraphe 10, et article 52, paragraphe 10.»;

- (b) au paragraphe 3, la première phrase est remplacée par le texte suivant:

«La délégation de pouvoir visée aux dispositions suivantes peut être révoquée à tout moment par le Parlement européen ou le Conseil: article 1^{er}, paragraphe 9, article 2, paragraphes 2 et 3, article 13, paragraphe 2, article 15, paragraphe 5, article 17, paragraphe 3, article 19, paragraphes 2 et 3, et article 22 *ter*, paragraphe 2, article 27, paragraphe 4, article 27 *quinquies bis*, paragraphe 3, article 27 *octies*, paragraphe 7, article 27 *nonies*, paragraphe 4, article 31, paragraphe 4, article 38 *duodecies*, paragraphe 10, article 38 *quindecies*, paragraphe 3, article 40, paragraphe 8, article 41, paragraphe 8, article 42, paragraphe 7, article 45, paragraphe 10, et article 52, paragraphe 10.»;

- (c) au paragraphe 5, la première phrase est remplacée par le texte suivant:

«Un acte délégué adopté en vertu de l'article 1^{er}, paragraphe 9, l'article 2, paragraphes 2 et 3, l'article 13, paragraphe 2, l'article 15, paragraphe 5, l'article 17, paragraphe 3, l'article 19, paragraphes 2 et 3, ou l'article 22 *ter*, paragraphe 2, l'article 27, paragraphe 4, l'article 27 *quinquies bis*, paragraphe 3, l'article 27 *octies*, paragraphe 7, l'article 27 *nonies*, paragraphe 4, l'article 31, paragraphe 4, l'article 38 *duodecies*, paragraphe 10, l'article 38 *quindecies*,

paragraphe 3, l'article 40, paragraphe 8, l'article 41, paragraphe 8, l'article 42, paragraphe 7, l'article 45, paragraphe 10, ou l'article 52, paragraphe 10, n'entre en vigueur que si le Parlement européen ou le Conseil n'a pas exprimé d'objection dans un délai de trois mois à compter de la notification de cet acte au Parlement européen et au Conseil ou si, avant l'expiration de ce délai, le Parlement européen et le Conseil ont tous deux informé la Commission de leur intention de ne pas exprimer d'objections.».

(28) L'article 52 est modifié comme suit:

(a) les paragraphes 11 et 12 sont remplacés par le texte suivant:

«11. Trois ans après le premier agrément d'un système consolidé de publication, la Commission, après consultation de l'AEMF, présente au Parlement européen et au Conseil un rapport sur les éléments suivants:

- (a) les catégories d'actifs couvertes par un système consolidé de publication;
- (b) la rapidité de la consolidation et la qualité des données de marché consolidées qui sont fournies;
- (c) le rôle joué par la consolidation des données de marché dans la réduction de l'écart entre prix théorique au moment de la décision d'investissement et prix d'exécution final (*implementation shortfall*);
- (d) le nombre d'abonnés aux données de marché consolidées, par catégorie d'actifs;
- (e) la mesure dans laquelle la consolidation des données de marché permet de remédier aux asymétries d'information entre les différents participants aux marchés des capitaux;
- (f) le caractère approprié et le fonctionnement du régime de participation prévu pour les contributions en données de marché;
- (g) les effets des données de marché consolidées sur les investissements dans les PME;
- (h) la possibilité que le système de publication facilite l'identification des instruments financiers qui affichent des caractéristiques conformes au règlement [OP: veuillez insérer la référence du règlement sur les obligations vertes européennes].

12. Si, à la date du [OP: veuillez insérer la date correspondant à 1 an après l'entrée en vigueur], la procédure de sélection organisée par l'AEMF telle qu'elle est prévue à l'article 27 *quinquies bis* n'a permis l'émergence d'aucun système consolidé de publication, la Commission réexamine le cadre applicable et peut accompagner ledit réexamen, s'il y a lieu et après consultation de l'AEMF, d'une proposition législative définissant les modalités de la fourniture d'un système de publication consolidé par l'AEMF.»;

(b) le paragraphe 14 est supprimé.

(29) À l'article 54, le paragraphe 2 est supprimé.

Article 2

Entrée en vigueur et application

Le présent règlement entre en vigueur le vingtième jour suivant celui de sa publication au *Journal officiel de l'Union européenne*.

Le présent règlement est obligatoire dans tous ses éléments et directement applicable dans tout État membre.

Fait à Bruxelles, le

Par le Parlement européen

Le président

Par le Conseil

Le président

AMPLIATION CERTIFIÉE CONFORME
Pour la Secrétaire générale

Martine DEPREZ
Directrice
Prise de décision & Collégialité
COMMISSION EUROPÉENNE