

COM(2021) 726 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 directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive
2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers**



Conseil de
l'Union européenne

Bruxelles, le 29 novembre 2021
(OR. en)

14368/21

**Dossier interinstitutionnel:
2021/0384(COD)**

EF 366
ECOFIN 1168
CODEC 1546

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) 726 final
Objet:	Proposition de DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL modifiant la directive 2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers

Les délégations trouveront ci-joint le document COM(2021) 726 final.

p.j.: COM(2021) 726 final



Bruxelles, le 25.11.2021
COM(2021) 726 final

2021/0384 (COD)

Proposition de

DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL

modifiant la directive 2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers

(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 fait partie d'une série de mesures destinées à mettre en œuvre l'union des marchés des capitaux (UMC). Elle vise à donner plus de moyens d'action aux investisseurs, en particulier les petits investisseurs et les investisseurs de détail¹, en leur permettant d'accéder aux données de marché dont ils ont besoin pour investir plus facilement en actions ou en obligations et en rendant les infrastructures de marché de l'Union plus solides. Cela contribuera aussi à accroître la liquidité des marchés, ce qui permettra en retour aux entreprises de se financer plus aisément sur les marchés des capitaux. En vue de réaliser son objectif de promouvoir un véritable marché unique de la négociation qui soit également efficient, la Commission a identifié trois priorités pour la révision du cadre réglementaire: accroître la disponibilité et la transparence des données de marché; améliorer l'équité des conditions de concurrence entre les plates-formes d'exécution; et préserver la compétitivité internationale des infrastructures de marché de l'UE. La présente initiative, qui s'accompagne d'une proposition de modification du règlement (UE) n° 600/2014 concernant les marchés d'instruments financiers, était prévue dans le programme de travail de la Commission pour 2020.

Dans sa communication intitulée «Système économique et financier européen: favoriser l'ouverture, la solidité et la résilience» du 19 janvier 2021², la Commission européenne a confirmé son intention de proposer une amélioration, une simplification et une harmonisation plus poussée des dispositions législatives relatives à la transparence des marchés des capitaux, dans le cadre de la révision de la MiFID II et du MiFIR (MiFID/R). Elle a annoncé que cette réforme, qui s'inscrit dans le contexte plus large des efforts tendant à renforcer le rôle international de l'euro, comprendrait la conception et la mise en œuvre d'un système consolidé de publication, notamment pour les émissions d'obligations d'entreprise, dans l'objectif d'accroître la liquidité de la négociation secondaire³ des instruments de dette libellés en euros.

Si le gros des mesures législatives destinées à mettre en œuvre ce paquet est contenu dans le règlement modifiant le MiFIR, la présente proposition prévoit l'apport, à la directive 2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID II), de modifications accessoires nécessaires pour garantir la cohérence. Il convient donc de lire ensemble les deux propositions.

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

L'initiative dont fait partie la présente proposition s'appuie sur les règles existantes qui régissent la participation aux marchés des capitaux de l'Union et les améliore. En 2007, la MiFID I⁴ a introduit la concurrence sur le marché de la négociation d'actions. Les versions

¹ Les investisseurs de détail recouvrent le large spectre des investisseurs non professionnels.

² https://ec.europa.eu/info/publications/210119-economic-financial-system-communication_en (page en anglais uniquement).

³ La négociation secondaire désigne les échanges sur les marchés des capitaux postérieurs à l'émission d'un instrument financier. L'émission peut être effectuée, par exemple, au moyen d'une offre publique initiale.

⁴ 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

ultérieures du texte (MiFID II) ont étendu cette concurrence à la négociation de catégories d'actifs autres que les actions, comme les obligations et les produits dérivés. En conséquence, lorsqu'un courtier ou un investisseur souhaite faire exécuter un ordre d'achat ou de vente d'un actif, il a le choix entre différentes plates-formes, comme un marché réglementé, un système multilatéral de négociation (MTF), une plate-forme d'échanges anonymes (*dark pool*)⁵ ou un internalisateur systématique.

En application depuis le 3 janvier 2018, le MiFIR⁶ 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 la négociation ayant lieu sur les places boursières et sur les plates-formes alternatives ou 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 plates-formes qui garantissent la transparence des cours. La législation actuelle prévoit déjà des règles pour limiter le recours aux dérogations en matière de transparence les plus fréquemment utilisées. Le «double plafonnement des volumes» vise ainsi à fixer 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 révélées rigides et instaillent collectivement de la complexité dans le fonctionnement des marchés des actions. Il est donc prévu, dans le cadre de la révision, de rationaliser l'articulation complexe 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» est déjà contenu dans le MiFIR⁷. L'idée sous-jacente est que les bourses et les plates-formes de négociation alternatives enverraient des flux de données en temps réel à un fournisseur de système consolidé de publication accrédité. Ce dernier mettrait ces mêmes informations à la disposition du public, à un coût dit 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 plates-formes d'exécution. Selon ce que prévoient les dispositions du MiFIR, plusieurs fournisseurs de système consolidé de publication peuvent se livrer concurrence, mais il peut aussi n'y avoir qu'un seul fournisseur si plusieurs fournisseurs n'émergent pas. À ce jour, aucun fournisseur n'a émergé, pour diverses raisons.

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).

⁵ Les *dark pools* sont des (segments spécialisés) de MTF ou de marchés réglementés qui n'appliquent pas les règles de transparence pré-négociation, du fait de l'application de dérogations à ces règles.

⁶ 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).

⁷ Initialement introduites dans la MiFID II, les dispositions relatives au fournisseur de système consolidé de publication ont été déplacées vers le MiFIR, dont les modifications entreront en vigueur le 1^{er} janvier 2022.

La réforme du MiFIR qui est proposée s'attaque à ces raisons. Elle modifie les dispositions du MiFIR relatives au système consolidé de publication afin de favoriser l'émergence d'un fournisseur d'un tel système pour chaque catégorie d'actifs.

- **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 s'étendent aux données de marché essentielles. Dans le cadre du plan d'action pour l'union des marchés des capitaux (UMC), l'Union entend créer une vue intégrée de ses marchés de négociation. Un système consolidé de publication fournira des données consolidées sur les prix et les volumes des titres négociés dans l'Union, améliorant ainsi la transparence globale des prix sur toutes les plates-formes de négociation. En améliorant considérablement l'accès des investisseurs aux données de marché à l'échelle de toute l'Europe, il renforcera également la concurrence entre les plates-formes de négociation.

2. **BASE JURIDIQUE, SUBSIDIARITÉ ET PROPORTIONNALITÉ**

- **Base juridique**

Le cadre MiFID/R 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 d'adoption de la MiFID II est l'article 53 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE). La réforme proposée devrait donc avoir la même base juridique. L'article 53 du TFUE confère aux colégislateurs le pouvoir d'adopter des directives visant à faciliter l'accès aux activités commerciales et leur exercice dans l'ensemble de l'UE.

- **Subsidiarité (en cas de compétence non exclusive)**

Selon le principe de subsidiarité (article 5, paragraphe 3, du traité sur l'Union européenne), l'Union ne devrait intervenir que lorsque les objectifs de l'action envisagée 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.

Eu égard aux objectifs généraux du système consolidé de publication, certaines dispositions de la MiFID sont transférées au MiFIR, afin de garantir une approche davantage harmonisée dans l'ensemble de l'Union. Une action au niveau des différents États membres ne répondrait pas efficacement à la nécessité de consolider les données de marché que génèrent les plates-formes de négociation de toute l'Union. Les États membres pourraient vouloir harmoniser les normes de déclaration des données de marché et les conditions d'agrément applicables à un consolidateur de données en légiférant au niveau national. Or des initiatives nationales ne permettraient pas de résoudre efficacement les problèmes de qualité des données de marché ou d'octroi de licences sur les données de marché à un consolidateur qui aurait besoin de collecter des données auprès de plates-formes de négociation de toute l'Union

- **Proportionnalité**

La présente proposition ne fait que compléter la proposition de modification du MiFIR. Elle se borne à prévoir, d'une part, la suppression de certaines dispositions de la MiFID II que les modifications apportées au MiFIR rendront superflues et, d'autre part, l'imposition aux États membre de l'obligation légale d'organiser la surveillance du respect des règles nouvellement introduites dans le MiFIR.

La proposition tient ainsi pleinement compte du principe de proportionnalité, puisqu'elle suffit à atteindre les objectifs poursuivis et ne va pas au-delà de ce qui est nécessaire à cet effet et qu'elle tient en outre compte du bon équilibre entre l'intérêt général et le rapport coût-efficacité de la mesure.

- **Choix de l'instrument**

La présente proposition modifie une directive du Parlement européen et du Conseil adoptée sur la base de l'article 53, paragraphe 1, du TFUE. Une proposition de directive est par conséquent nécessaire pour modifier cette directive.

3. RÉSULTATS DES ÉVALUATIONS EX POST, DES CONSULTATIONS DES PARTIES INTÉRESSÉES ET DES ANALYSES D'IMPACT⁸

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

La première consultation des parties prenantes menée par la Commission après l'entrée en application du cadre MiFID/R en janvier 2018 a eu lieu entre février et mai 2020. Elle est décrite en détail dans la proposition de modification du MiFIR qui accompagne la présente proposition. Cette consultation a révélé en particulier que la plupart des investisseurs ne disposent pas d'une vue complète des prix et de l'offre disponible (c'est-à-dire de la liquidité) lorsqu'ils décident d'investir sur les marchés des capitaux de l'Union.

Entre la fin de 2019 et 2021, l'AEMF a réalisé des analyses approfondies du cadre MiFID/R, ciblant principalement les questions visées par les clauses de réexamen énoncées à l'article 90 de la MiFID et à l'article 52 du MiFIR, et elle a publié des rapports de réexamen formulant des recommandations de modification de ce cadre juridique⁹. Ces rapports de réexamen, qui s'appuient sur de vastes consultations publiques, contenaient notamment des recommandations détaillées sur tout ce qui concerne la structure du marché, et en particulier

⁸ La présente section renvoie à l'ensemble du paquet législatif.

⁹ L'AEMF a publié les rapports de réexamen 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 (premier rapport de réexamen du cadre MiFID II/MiFIR concernant l'évolution du prix des données pré-et post-négociation et le système consolidé de publication pour les actions, disponible en anglais uniquement): [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 de réexamen du cadre MiFID II/MiFIR concernant le régime de transparence applicable aux actions et instruments assimilés, le mécanisme du double plafonnement des volumes et l'obligation de négociation applicable aux actions, disponible en anglais uniquement): 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 de réexamen du MiFIR concernant les internalisateurs systématiques d'instruments autres que des actions, disponible en anglais uniquement): 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 de réexamen du cadre MiFID II/MiFIR concernant le régime de transparence applicable aux instruments autres que des actions et l'obligation de négociation applicable aux produits dérivés, disponible en anglais uniquement): 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

sur le régime actuel de transparence. Ils sont décrits en détail dans la proposition de modification du règlement MiFIR que la présente proposition accompagne.

- **Consultation des parties intéressées**

Le 28 juin 2019, la Commission a organisé un atelier qui visait à associer les parties intéressées à un dialogue interactif sur la création d'un système consolidé de publication au niveau de l'UE. Cet atelier a réuni quelque 80 acteurs du marché, qui ont débattu des avantages qu'offrirait un système consolidé de publication de l'UE, des caractéristiques techniques qu'il devrait présenter et des obstacles techniques à sa création. Les participants étaient des experts côté achat (*buy side*) des données de négociation ou de marché, des vendeurs de données, des plates-formes de négociation et, pour ce qui est des autorités de réglementation, des représentants de l'AEMF et de plusieurs autorités nationales compétentes. D'une manière générale, les participants, toutes catégories confondues, ont convenu qu'un tel outil pourrait être utile, même si leurs vues divergeaient quant aux caractéristiques qu'il devrait présenter.

Le 17 février 2020, la DG FISMA a lancé une consultation publique sur la révision du cadre MiFID/R, destinée à recueillir des données factuelles auprès des parties prenantes, et plus généralement des citoyens de l'UE, sur le fonctionnement global de ce cadre après deux ans d'application. Les parties intéressées avaient jusqu'au 18 mai 2020 pour faire connaître leur point de vue via le portail en ligne EU Survey. 458 parties intéressées se sont exprimées sur différentes questions, notamment le fonctionnement du cadre de transparence, le système consolidé de publication et les obligations de négociation respectivement applicables aux actions et aux produits dérivés. La synthèse des réponses reçues donne un résumé factuel des 253 réponses uniques reçues durant cette période, lesquelles émanaient des vendeurs (*sell side*), des acheteurs (*buy side*), des plates-formes de négociation, des fournisseurs de données, des utilisateurs finaux et d'autorités de réglementation.

Outre tout ce qui précède, la Commission a activement étudié les questions en jeu. Elle a commandé une étude approfondie pour les définir et les évaluer ex ante, dans le but de soutenir à terme un processus décisionnel éclairé.

Enfin, la Commission a eu de nombreux contacts bilatéraux avec un large éventail de parties intéressées, notamment des entreprises spécialisées dans l'agrégation des données de marché, ce qui lui a permis d'affiner encore son analyse et son approche stratégique.

- **Obtention et utilisation d'expertise**

La proposition s'appuie sur l'expertise des autorités compétentes de l'UE chargées de la surveillance des plates-formes de négociation, ainsi que sur l'expertise des opérateurs du marché. En outre, la Commission suit de près ce qui se passe dans d'autres pays (notamment les États-Unis et le Canada) qui ont déjà mis au point leur système consolidé de publication, ainsi que les éventuelles modifications que ces pays envisagent d'apporter à celui-ci. La Commission a étudié les différentes solutions possibles et a pris position sur leur applicabilité à la situation de l'UE.

- **Analyse d'impact**

Le comité d'examen de la réglementation (CER) a examiné l'analyse d'impact, centrée sur la mise au point d'un cadre pour la consolidation des données de marché¹⁰. Le rapport d'analyse d'impact, décrit en détail dans la proposition de modification du MiFIR que la présente

¹⁰ La synthèse et l'avis du CER sont disponibles à l'adresse suivante: [insérer lien]

proposition accompagne, a reçu de sa part, le 8 octobre 2021, un avis favorable assorti de réserves. D'autres questions couvertes par la proposition avaient déjà été traitées de façon approfondie dans les divers rapports de l'AEMF relatifs au fonctionnement du cadre établi par le MiFIR, ce qui explique pourquoi elles n'étaient pas au centre de l'analyse d'impact.

- **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). Si les conditions nécessaires à la création d'un système consolidé de publication de l'UE ne sont pas mises en place, les clients de détail resteront privés d'un outil utile pour évaluer le respect de la règle de la meilleure exécution par leurs courtiers et élargir l'éventail de leurs opportunités d'investissement, en particulier dans les États membres où les plates-formes de négociation sont plus petites et en offrent moins.

4. INCIDENCE BUDGÉTAIRE

La présente initiative n'a aucune incidence sur le budget de l'Union. Le système consolidé de publication sera fourni par le secteur privé, sous un régime d'enregistrement auprès de l'AEMF. Les autres éléments de la proposition n'ont pas non plus d'incidence sur le budget de l'UE.

5. AUTRES ÉLÉMENTS

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

La proposition de modification du MiFIR prévoit que la mise en place d'un marché intégré de l'UE pour les données de marché consolidées fera l'objet d'un suivi et d'une évaluation. Le suivi portera à la fois sur l'évolution des modèles d'exploitation d'un système consolidé de publication qui sont utilisés et sur la réalisation de l'objectif consistant à faciliter l'accès universel de la communauté des investisseurs au sens large à des données de marché consolidées. Le suivi accordera une attention particulière: aux catégories d'actifs pour lesquelles un système consolidé de publication a vu le jour; à la rapidité de la consolidation et à la qualité des données de marché consolidées qui sont fournies; au 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*), par catégorie d'actifs. au nombre d'abonnés aux données de marché consolidées, par catégorie d'actifs; au succès des modèles de partage des recettes avec les contributeurs en données de marché; à 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; et aux effets d'un accès plus démocratique aux données de marché consolidées sur les investissements dans les PME.

- **Documents explicatifs (pour les directives)**

La proposition ne nécessite pas de documents explicatifs concernant sa transposition.

- **Explication détaillée de certaines dispositions de la proposition**

L'article 1^{er}, points 1), 3) 4), 7) et 8) supprime ou remplace des dispositions de la MiFID II que les modifications qu'il est proposé d'apporter au MiFIR dans le cadre du présent paquet rendront superflues.

L'article 1^{er}, point 2), supprime l'obligation de licence pour les personnes négociant pour compte propre sur une plate-forme de négociation au moyen d'un accès électronique direct (DEA), dans la mesure où elles ne fournissent aucun autre service d'investissement ou n'exercent aucune autre activité d'investissement. Cette modification est conforme à une recommandation formulée par l'AEMF dans son rapport sur le trading algorithmique¹¹.

L'article 1^{er}, point 5), impose aux États membres d'exiger des entreprises d'investissement et des opérateurs de marché exploitant un MTF ou un OTF qu'ils prennent des dispositions pour faire en sorte de respecter les normes de qualité des données désormais édictées dans le MiFIR.

L'article 1^{er}, point 6), impose aux États membres d'exiger des marchés réglementés qu'ils prennent des dispositions pour faire en sorte de respecter les normes de qualité des données désormais édictées dans le règlement MiFIR.

L'article 1^{er}, point 9), exige des États membres qu'ils prévoient également des sanctions en cas d'infractions à certaines nouvelles dispositions du MiFIR, concernant le mécanisme révisé de plafonnement des volumes, les contributions à fournir obligatoirement aux fournisseurs de système consolidé de publication, la qualité des données communiquées auxdits fournisseurs et les paiements pour flux d'ordres.

¹¹ Report on algorithmic trading: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-4572_mifid_ii_final_report_on_algorithmic_trading.pdf (disponible en anglais uniquement).

Proposition de

DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL**modifiant la directive 2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers**

(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 53, paragraphe 1,
 vu la proposition de la Commission européenne,
 après transmission du projet d'acte législatif aux parlements nationaux,
 vu l'avis du Comité économique et social européen¹²,
 vu l'avis de la Banque centrale européenne¹³,
 statuant conformément à la procédure législative ordinaire,
 considérant ce qui suit:

- (1) Dans son plan d'action de 2020 pour l'union des marchés des capitaux¹⁴, la Commission a annoncé son intention de présenter une proposition législative visant à créer une base de données centralisée destinée à donner une vue d'ensemble des prix et du volume des actions et instruments financiers assimilés négociés dans toute l'Union sur une multitude de plates-formes de négociation («système consolidé de publication»). Le 2 décembre 2020, dans ses conclusions relatives à ce plan d'action¹⁵, le Conseil a invité la Commission à promouvoir l'investissement au sein de l'Union et, dans le but d'améliorer à cet effet la disponibilité et la transparence des données, à continuer 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 intitulée «Système économique et financier européen: favoriser l'ouverture, la solidité et la résilience» du 19 janvier 2021¹⁶, la Commission européenne a confirmé son intention d'améliorer, de simplifier et d'harmoniser davantage les dispositions législatives relatives à la transparence des marchés des capitaux, dans le cadre de la révision de la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil¹⁷ et du règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et

¹² JO C [...] du [...], p. [...].

¹³ JO C [...] du [...], p. [...].

¹⁴ COM(2020) 590 final.

¹⁵ Conclusions du Conseil sur le plan d'action de la Commission concernant l'UMC, 12898/1 of /20 REV 1 EF 286 ECOFIN 1023: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-12898-2020-REV-1/fr/pdf>;

¹⁶ COM(2021) 32 final.

¹⁷ 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).

du Conseil¹⁸. La Commission a aussi annoncé que cette réforme, qui s'inscrit dans le contexte plus large des efforts tendant à renforcer le rôle international de l'euro, comprendrait la conception et la mise en œuvre d'un système consolidé de publication, notamment pour les émissions d'obligations d'entreprise, afin d'accroître la liquidité de la négociation secondaire des instruments de dette libellés en euros.

- (3) Le règlement (UE) n° 600/2014 a été modifié par le règlement (UE) XX/XXXX du Parlement européen et du Conseil¹⁹, qui a supprimé les principaux obstacles à la mise en place d'un système consolidé de publication. Ce règlement a ainsi instauré l'obligation de remettre des contributions en données de marché au fournisseur de système consolidé de publication et renforcé la qualité des données, notamment en harmonisant la synchronisation des horloges professionnelles. En outre, il a réduit les possibilités de déroger aux obligations de transparence pré-négociation pour les plateformes de négociation et les internalisateurs systématiques. Enfin, il a amélioré les obligations de négociation et interdit la pratique consistant à se faire payer pour la transmission d'ordres de clients en vue de leur exécution. Dès lors que la directive 2014/65/UE contient également des dispositions relatives au système consolidé de publication et à la transparence, il convient que les modifications apportées au règlement (UE) n° 600/2014 se reflètent également dans cette directive.
- (4) L'article 1^{er}, paragraphe 7, de la directive 2014/65/UE impose aux exploitants de systèmes au sein desquels de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers peuvent interagir («systèmes multilatéraux») de fonctionner conformément aux exigences applicables aux marchés réglementés, aux systèmes multilatéraux de négociation (MTF) ou aux systèmes organisés de négociation («OTF»). Il ressort toutefois des pratiques de marché, telles que mises en évidence par l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) dans son rapport final sur le fonctionnement des systèmes organisés de négociation²⁰, que le principe selon lequel une activité multilatérale de négociation est soumise à agrément n'a pas été respecté dans l'Union, ce qui a conduit à une inéquité des conditions de concurrence entre systèmes multilatéraux agréés et non agréés. En outre, cette situation a créé une insécurité juridique pour certains acteurs du marché quant aux attendus réglementaires pour ces systèmes multilatéraux. Afin de garantir la clarté nécessaire aux acteurs du marché, de préserver l'équité des conditions de concurrence, d'améliorer le fonctionnement du marché intérieur et de garantir une application uniforme de l'obligation, pour les systèmes hybrides qui exercent une activité de négociation multilatérale, d'être agréés en tant que marché réglementé, système multilatéral de négociation (MTF) ou système organisé de négociation (OTF), le contenu de l'article 1^{er}, paragraphe 7, de la directive 2014/65/UE devrait être transféré de cette directive vers le règlement (UE) n° 600/2014.
- (5) L'article 2, paragraphe 1, point d) ii), de la directive 2014/65/UE exempte les personnes négociant pour compte propre de l'obligation d'être agréées en tant

¹⁸ 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).

¹⁹ Règlement (UE) XX/XXXX 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 [COM(2021) 727 final].

²⁰ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/esma70-156-4225_mifid_ii_final_report_on_functioning_of_otf.pdf (disponible en anglais uniquement).

qu'entreprise d'investissement ou établissement de crédit, sauf si ces personnes ont un accès électronique direct à une plate-forme de négociation. L'article 17, paragraphe 5, et l'article 48, paragraphe 7, de la directive 2014/65/UE exigent que les fournisseurs d'accès électronique direct soient des entreprises d'investissement ou des établissements de crédit agréés. Les entreprises d'investissement et les établissements de crédit qui fournissent un accès électronique direct sont tenus de veiller à ce que leurs clients respectent les exigences énoncées à l'article 17, paragraphe 5, et à l'article 48, paragraphe 7, de la directive 2014/65/UE. Cette fonction de contrôleur est efficace et rend inutile la sujétion des clients du fournisseur d'accès électronique direct, y compris des personnes négociant pour compte propre, à la directive 2014/65/UE. En outre, la suppression de cette exigence contribuerait à l'équité des conditions de concurrence entre les personnes de pays tiers qui ont un accès électronique direct aux plates-formes de négociation de l'UE et pour lesquelles la directive 2014/65/UE n'exige pas d'agrément, et les personnes établies dans l'Union.

- (6) Les systèmes multilatéraux étant sortis du champ d'application de la directive 2014/65/UE, défini à son article 1^{er}, pour tomber désormais dans le champ d'application du règlement (UE) n° 600/2014, il est logique de transférer pareillement la définition correspondante de «système multilatéral» vers ce règlement.
- (7) L'article 27, paragraphe 3, de la directive 2014/65/UE impose aux plates-formes d'exécution l'obligation de publier une liste d'informations détaillées concernant l'exécution au mieux. Les données factuelles disponibles et les retours donnés par les parties prenantes montrent que ces rapports sont rarement lus et ne permettent pas aux investisseurs ni à aucun de leurs autres utilisateurs de faire des comparaisons pertinentes sur la base des informations qu'ils contiennent. En conséquence, la directive (UE) 2021/338 du Parlement européen et du Conseil²¹ a suspendu cette obligation de rapport pour une période de deux ans pour permettre son réexamen. Le règlement (UE) XX/XXXX²² a modifié le règlement (UE) n° 600/2014 afin de lever les obstacles à la mise en place d'un système consolidé de publication. Parmi les données que le système consolidé de publication devrait fournir figurent des informations post-négociation pour toutes les opérations sur instruments financiers. L'exécution au mieux peut être prouvée au moyen de ces informations. L'obligation de rapport prévue à l'article 27, paragraphe 3, de la directive 2014/65/UE ne sera donc plus pertinente et devrait dès lors être supprimée.
- (8) Le bon fonctionnement de la consolidation des données de marché par un système consolidé de publication dépend de la qualité des données que celui-ci reçoit. Le règlement (UE) n° 600/2014 fixe des exigences quant à la qualité des données, auxquelles les contributeurs au système consolidé de publication devraient se conformer. Afin de garantir que les entreprises d'investissement et les opérateurs de marché exploitant un MTF ou un OTF, comme les marchés réglementés, respectent effectivement ces exigences, les États membres devraient exiger de ces entreprises d'investissement et opérateurs de marché qu'ils prennent les dispositions nécessaires à cet effet.

²¹ Directive (UE) 2021/338 du Parlement européen et du Conseil du 16 février 2021 modifiant la directive 2014/65/UE en ce qui concerne les obligations d'information, la gouvernance des produits et les limites de position, et les directives 2013/36/UE et (UE) 2019/878 en ce qui concerne leur application aux entreprises d'investissement, afin de soutenir la reprise à la suite de la crise liée à la COVID-19 (JO L 68 du 26.2.2021, p. 14)

²² COM(2021) 727 final.

- (9) La réception de données de grande qualité est de la plus haute importance pour le bon fonctionnement du système consolidé de publication et du marché intérieur. Cela suppose notamment que tous les contributeurs en données de marché et les fournisseurs de système consolidé de publication horodatent leurs données de façon synchronisée et, pour cela, synchronisent leurs horloges professionnelles. Le règlement (UE) XX/XXX²³ a donc modifié le règlement (UE) n° 600/2014 afin d'étendre aux internalisateurs systématiques, aux dispositifs de publication agréés et aux fournisseurs de système consolidé de publication cette exigence qui, en vertu de la directive 2014/65/UE, ne s'appliquait qu'aux plates-formes de négociation et à leurs membres. Dès lors que cette exigence est désormais prévue dans le règlement (UE) n° 600/2014, elle peut être supprimée de la directive 2014/65/UE.
- (10) En vertu du cadre réglementant les marchés d'instruments financiers de l'Union, la surveillance de la bonne application de nombreuses exigences de fond prévues dans le règlement (UE) n° 600/2014 et les sanctions applicables en cas d'infraction sont régies au niveau national, conformément aux articles 69 et 70 de la directive 2014/65/UE. Le règlement (UE) XX/XXXX²⁴ a modifié le règlement (UE) n° 600/2014 afin d'y inclure de nouvelles règles sur le mécanisme de plafonnement des volumes, sur les contributions en données de marché essentielles à fournir obligatoirement au système consolidé de publication, sur les normes de qualité des données auxquelles ces contributions sont soumises et sur l'interdiction de recevoir des paiements pour la transmission d'ordres de clients en vue de leur exécution. Dès lors que la surveillance des entités concernées incombe aux autorités nationales, il conviendrait d'ajouter ces nouvelles exigences de fond à la liste, figurant dans la directive 2014/65/UE, des dispositions pour lesquelles les États membres doivent prévoir des sanctions au niveau national en cas d'infraction,

ONT ADOPTÉ LA PRÉSENTE DIRECTIVE:

Article premier
Modifications de la directive 2014/65/UE

La directive 2014/65/UE est modifiée comme suit:

1. À l'article 1^{er}, le paragraphe 7 est supprimé.
2. À l'article 2, paragraphe 1, point d), le point ii) est remplacé par le texte suivant:
«ii) sont membres ou participants d'un marché réglementé ou d'un MTF;».
3. À l'article 4, paragraphe 1, le point 19) est remplacé par le texte suivant:
«19) "système multilatéral" : un système multilatéral au sens de l'article 2, paragraphe 1, point 11), du règlement (UE) n° 600/2014;».
4. L'article 27 est modifié comme suit:
 - a) le paragraphe 3 est supprimé;
 - b) au paragraphe 10, le point a) est supprimé.
5. À l'article 31, paragraphe 1, la phrase suivante est ajoutée:

²³ COM(2021) 727 final.

²⁴ COM(2021) 727 final.

«Les entreprises d'investissement et les opérateurs de marché exploitant un MTF ou un OTF prennent des dispositions faire en sorte de respecter les normes de qualité des données énoncées à l'article 22 *ter* du règlement (UE) n° 600/2014.»

6. À l'article 47, paragraphe 1, le point g) suivant est ajouté:
«g) qu'ils prennent des dispositions pour faire en sorte de respecter les normes de qualité des données énoncées à l'article 22 *ter* du règlement (UE) n° 600/2014.»
7. L'article 50 est supprimé.
8. À l'article 70, paragraphe 3, point a), le point xxx) est supprimé.
9. À l'article 70, paragraphe 3, point b), les points ii *bis*), xvi *bis*), xvi *ter*), xvi *quater*) et xxvii *bis*) suivants sont insérés:
«ii *bis*) article 5;»;
«xvi *bis*) article 22 *bis*;
xvi *ter*) article 22 *ter*;
xvi *quater*) article 22 *quater*;»;
«xxvii *bis*) article 39 *bis*;».

Article 2 **Transposition**

1. Les États membres mettent en vigueur les dispositions législatives, réglementaires et administratives nécessaires pour se conformer à la présente directive au plus tard le [note à l'OP: veuillez insérer la date correspondant à 12 mois après la date d'entrée en vigueur du règlement relatif au fournisseur de système consolidé de publication].
Lorsque les États membres adoptent ces dispositions, celles-ci contiennent une référence à la présente directive ou sont accompagnées d'une telle référence lors de leur publication officielle. Les modalités de cette référence sont arrêtées par les États membres.
2. Les États membres communiquent à la Commission le texte des dispositions essentielles de droit interne qu'ils adoptent dans le domaine couvert par la présente directive.

Article 3 **Entrée en vigueur**

La présente directive entre en vigueur le vingtième jour suivant celui de sa publication au *Journal officiel de l'Union européenne*.

Article 4
Destinataires

Les États membres sont destinataires de la présente directive.

Fait à Bruxelles, le

Par le Parlement européen
Le président

Par le Conseil
Le président