

Bruxelles, le 30 novembre 2021  
(OR. en)

---

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

---

**14368/21  
ADD 2**

**EF 366  
ECOFIN 1168  
CODEC 1546  
IA 192**

### **NOTE DE TRANSMISSION**

---

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:	SWD(2021) 347 final
Objet:	DOCUMENT DE TRAVAIL DES SERVICES DE LA COMMISSION - RÉSUMÉ DU RAPPORT D'ANALYSE D'IMPACT accompagnant le document:  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  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 SWD(2021) 347 final.

---

p.j.: SWD(2021) 347 final



Bruxelles, le 25.11.2021  
SWD(2021) 347 final

**DOCUMENT DE TRAVAIL DES SERVICES DE LA COMMISSION**

**RÉSUMÉ DU RAPPORT D'ANALYSE D'IMPACT**

*accompagnant le document:*

**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**

**Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive  
2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers**

{COM(2021) 727 final} - {SEC(2021) 573 final} - {SWD(2021) 346 final}

## Résumé de l'analyse d'impact

Analyse d'impact de la proposition de révision du règlement (UE) n° 600/2014 concernant les marchés d'instruments financiers (MiFIR)

### A. Nécessité d'une action

#### Pourquoi? Quel est le problème à résoudre?

La révision du MiFIR vise à s'attaquer à **trois problèmes** des marchés des capitaux de l'Union: (1) **le risque de liquidité et d'exécution auquel sont exposés tous les acteurs des marchés des capitaux**; (2) **le coût élevé des données de marché consolidées**; et (3) **l'absence de justification économique de la consolidation des données**. La MiFID ayant ouvert à la concurrence la négociation des instruments financiers (actions, obligations, produits dérivés...), un même instrument peut désormais se négocier sur de multiples plateformes. La négociation est de ce fait moins coûteuse, mais aussi «éparpillée» sur plus de 400 marchés à travers l'Union. Du fait de cette fragmentation, les données de marché dont les investisseurs ont besoin pour prendre leurs décisions de négociation sont également éparpillées. Seuls les **professionnels du marché les plus à la pointe** (négociants à haute fréquence et grandes banques d'investissement) ont les moyens d'en acheter. Comme **la plupart des investisseurs lambda et leurs courtiers** ne disposent pas d'une vue complète des marchés de négociation de l'UE, ils fondent souvent leurs décisions d'investissement sur une vue partielle de ceux-ci.

#### Quels sont les objectifs de cette initiative?

Bien que le MiFIR établisse déjà un cadre de base pour un **système consolidé de publication**, aucun fournisseur de système consolidé de publication n'a émergé pour aucune des catégories d'actifs. Trois raisons expliquent cette situation: l'absence d'avantages commerciaux, la nécessité de conclure des accords de licence au cas par cas et la qualité insuffisante des données de transaction. En modifiant le MiFIR pour créer un système consolidé de publication, la Commission entend réduire le risque de liquidité et d'exécution pour tous les acteurs du marché. À cette fin, le nouveau cadre devrait viser à améliorer la qualité des données de marché et à ouvrir la voie à leur consolidation. Il devrait en outre faciliter l'octroi des licences sur les données de marché et créer une justification économique pour la consolidation de ces données.

#### Quelle est la valeur ajoutée d'une action à l'échelle de l'Union?

Un système consolidé de publication «consolide» les données de marché essentielles relatives à un instrument financier particulier négocié sur plusieurs plateformes de l'Union. Sa mise en place servirait donc à renforcer la transparence du marché de l'Union, en même temps que la confiance qu'il inspire, et à démocratiser l'accès aux données de marché essentielles. Parce qu'il serait directement applicable dans l'Union, un système consolidé de publication établi par voie de règlement serait plus rapide et plus efficace qu'une mesure similaire mise en œuvre au niveau des États membres.

### B. Les solutions

#### Quelles sont les options législatives et non législatives envisagées? Y a-t-il une option privilégiée? Pourquoi?

Le rapport passe en revue deux séries d'options, chacune accompagnée d'une mesure de niveau 2 **harmonisant les champs de données de marché** pour les **contributions obligatoires** que toutes les plateformes d'exécution qui proposent la négociation de «titres soumis à déclaration» ou qui négocient ces titres seraient tenues d'effectuer **gratuitement**.

#### 1. Options visant à améliorer la qualité des données de marché/à faciliter la consolidation des données de marché (options «consolidation»)

*Option 1.1 (auto-agrégation):* les acteurs du marché auraient la possibilité de s'enregistrer auprès de l'AEMF en tant qu'**auto-agrégateurs**. Ils seraient alors autorisés à collecter et à consolider les données de marché pour leur usage interne, directement dans leur propre centre de données.

*Option 1.2 (consolidateurs concurrents):* des **consolidateurs de données de marché concurrents** enregistrés auprès de l'AEMF collecteraient les données de marché et les consolideraient directement dans le centre de données correspondant à la zone géographique de leurs abonnés (consolidation décentralisée), ce qui permettrait de réduire la latence des données.

*Option 1.3 (marché boursier consolidateur):* les **marchés boursiers** de l'UE, en ce qui concerne les actions, et le **centre de liquidité principal**, en ce qui concerne les obligations et les produits dérivés, consolideraient toutes les données de négociation relatives, dans le premier cas, aux titres cotés sur leur propre plateforme et, dans le second, à toutes les autres catégories d'actifs.

*Option 1.4 (consolidateur unique):* un **consolidateur de données de marché unique**, choisi par l'AEMF sur appel d'offres, aurait pour mission de consolider toutes les données de marché; le fournisseur de système consolidé de publication serait indépendant de tout contributeur.

*Option 1.5 (règle de concentration des transactions):* cette option ne nécessiterait pas la création d'un système consolidé de publication; à la place, la **négociation** d'une catégorie donnée d'instrument financier serait **concentrée** sur un nombre limité de plateformes. Ainsi, les sources de données de marché seraient moins nombreuses, et la nécessité de consolider les données moins urgente, voire inexistante.

Les **options privilégiées** dans cette série sont les options **1.2** et **1.4**: la mise en place d'un consolidateur unique, ou de

plusieurs consolidateurs, couplée à la possibilité de recourir à l'auto-agrégation (option 1.1.), est la solution la plus efficace pour mettre les données post-négociation essentielles à la disposition de tous les acteurs du marché de manière équitable et efficiente et ainsi accroître la transparence post-négociation. Pour optimiser la qualité des données de marché et garantir leur transmission rapide, l'option 1.2 est un peu plus avantageuse. En revanche, l'option 1.4 aurait l'avantage d'offrir la possibilité de choisir comme consolidateur un nouvel entrant sur le marché totalement indépendant des contributeurs en données de marché et des sociétés de données de marché.

## 2. Options visant à faciliter l'octroi des licences sur les données de marché/à créer une justification économique pour la consolidation des données de marché (options «octroi des licences»)

*Option 2.1 (aucune redevance légale d'abonnement):* aucune redevance minimale d'abonnement ne serait fixée. Les redevances d'abonnement seraient donc censées ne couvrir que les coûts de fonctionnement du fournisseur de système consolidé de publication, ce qui ne permettrait aucune redistribution de recettes aux contributeurs en données.

*Option 2.2 (redevance légale d'abonnement):* cette option prévoit une redevance minimale légale d'abonnement afin de créer une communauté d'intérêts entre le ou les consolidateurs et les contributeurs en données de marché, puisque la redistribution de recettes à ces derniers serait possible.

*Option 2.3 (redevance légale d'abonnement et redevance d'accès à la dérogation relative au prix de référence):* cette option prévoit une redevance minimale légale d'abonnement (avec redistribution de recettes) et une redevance d'utilisation supplémentaire pour les plateformes qui utilisent les données de marché comme prix de référence.

L'option privilégiée dans cette série est l'option 2.3: outre qu'elle facilite la fourniture de données de marché de meilleure qualité par les contributeurs, elle encourage les acteurs du marché à se tourner vers les marchés transparents.

### Qui soutient quelle option?

Les investisseurs, les plateformes de négociation alternatives, les gestionnaires d'actifs, les banques, les négociants à haute fréquence et les autorités nationales de surveillance sont généralement favorables à la création d'un système consolidé de publication géré par une entité indépendante des marchés de cotation (ce que permettent les options 1.2 et 1.4, mais pas l'option 1.3). Certaines associations représentatives des investisseurs de détail estiment qu'un système consolidé de publication ne résoudra pas tous les problèmes liés à l'asymétrie de l'information sur les marchés financiers. Les bourses en place doutent de l'intérêt de créer un système consolidé de publication car un tel système pourrait compromettre la rentabilité des produits de données relevant de leur propriété exclusive. Elles demandent par ailleurs que l'AEMF gère ou, à tout le moins, supervise le fournisseur de système consolidé de publication afin de prévenir les conflits d'intérêts.

### C. Incidences de l'option privilégiée

#### Quels sont les avantages de l'option privilégiée (ou, à défaut, des options principales)?

- Les options «consolidation» 1.2 et 1.4 permettraient de «démocratiser» l'accès aux informations utiles pour déterminer où obtenir, pour un instrument financier donné, le meilleur prix et le pool de liquidité le plus profond. Les conditions de concurrence seraient ainsi équitables: un investisseur de détail, son courtier, un négociant travaillant pour un petit gestionnaire d'actifs et une grande banque auraient tous accès à des informations de marché dont seuls les grands teneurs de marché disposent actuellement. Avec un système consolidé de publication, qu'il soit fourni par un seul fournisseur (option 1.4) ou par plusieurs fournisseurs concurrents (option 1.2), les clients de détail et leurs intermédiaires seraient assurés d'**obtenir le meilleur prix disponible** pour leurs ordres et disposeraient d'un outil pour **vérifier le respect de la règle de la meilleure exécution**.
- L'option «consolidation» 1.2 offre un léger avantage en matière de latence de données, la transmission décentralisée des données offrant une précision un peu plus grande de ce point de vue. L'option «consolidation» 1.4 donne à l'AEMF la possibilité d'attribuer le rôle de consolidateur à un entrant entièrement nouveau.
- Le suivi que permettra le système consolidé de publication **incitera les courtiers** et les gestionnaires d'actifs à chercher activement à inclure dans leurs portefeuilles les instruments les plus optimaux et pas uniquement ceux disponibles sur les quelques plateformes auxquelles ils sont déjà abonnés.
- Avec un modèle d'affectation des recettes qui fonctionne comme une **incitation économique à orienter les transactions vers des protocoles d'exécution** pré-négociation transparents, le système consolidé de publication pourrait encourager plus qu'aujourd'hui la fourniture de données précises et actualisées communiquées au moyen du format harmonisé. Il en résulterait un alignement des incitations respectivement données aux contributeurs en données de marché et aux consolidateurs de données de marché et, dès lors, un renforcement de la confiance dans le fonctionnement du marché des capitaux de l'Union.

#### Quels sont les avantages de l'option privilégiée (ou, à défaut, des options principales)?

Les coûts de fonctionnement prévisionnels d'un fournisseur de système consolidé de publication pour les actions et les obligations ont été évalués comme suit:

Coût (annuel) d'un système consolidé de publication pour les actions	Coût (annuel) d'un système consolidé de publication pour les obligations ou les produits dérivés
Coût de création/mise en place – de 0,8 à 2,4 millions d'EUR/an	Coût de création/mise en place – de 0,16 à 1,4 million d'EUR/an

Coût de fonctionnement – de 1,4 à 5,5 millions d’EUR/an	Coût de fonctionnement – de 1,3 à 4 millions d’EUR/an
<b>Total – de 2,2 à 7,8 millions d’EUR/an</b>	<b>Total – de 1,46 à 5,4 millions d’EUR/an</b>
<p>Le système consolidé de publication fonctionnerait selon un modèle économique reposant sur les utilisateurs, dans lequel le fournisseur du système facturerait aux utilisateurs professionnels un abonnement «par utilisateur» annuel de 100 EUR/mois. Les utilisateurs non professionnels accéderaient au système gratuitement ou au prix maximum de 1 EUR/mois. Les bénéfices excédentaires seraient redistribués aux contributeurs en données. Le montant annuel total des <b>recettes</b> d’un système consolidé de publication pour les <b>actions</b> a été estimé à 200 millions d’EUR, ce montant pouvant varier selon les spécificités du système. Par conséquent, après déduction des coûts de fonctionnement annuels moyens, <b>de 100 à 150 millions d’EUR de recettes pourraient être redistribués aux contributeurs en données</b> (dans le cas d’un système pour les obligations et les produits dérivés, la dépendance à l’égard des recettes tirées des données serait moins forte; aucune simulation des recettes n’a dès lors été effectuée pour ce type de système).</p>	
<b>Quelle sera l’incidence sur les entreprises, les PME et les microentreprises?</b>	
<p>Les options «consolidation» 1.1, 1.2 et 1.4 auraient ceci d’avantageux que les <b>actions de PME</b> cotées sur un ou quelques marchés réglementés ou marchés de croissance des PME deviendraient visibles pour chaque investisseur et courtier (d’une autre zone géographique) ou, dans le cas de l’option 1.1, pour les auto-agrégateurs établis dans l’Union. L’attractivité de ces investissements n’en serait que plus grande, les actions de PME seraient plus susceptibles d’être incluses dans des fonds ou des portefeuilles d’investissement, et les levées de capitaux des PME en deviendraient, par conséquent, plus efficaces.</p>	
<b>Y aura-t-il une incidence notable sur les budgets nationaux et les administrations nationales?</b>	
<p>Il n’y aura <b>pas d’incidence directe</b> sur les budgets nationaux. Les options 1.2 et 1.4 nécessitent l’adoption d’une législation de niveau 2 pour l’établissement de normes harmonisées en matière de déclaration de données. En vertu des options privilégiées, il sera également nécessaire que l’AEMF exerce une surveillance et contrôle le respect des règles.</p>	
<b>Y aura-t-il d’autres incidences notables?</b>	
<p>Sur le plan <b>social</b>, les options 1.1, 1.2 et 1.4 pourraient favoriser la participation d’une plus grande partie de la population aux marchés. Elles auraient également des effets <b>indirects</b> de par l’amélioration de l’efficacité des marchés financiers qu’elles entraîneraient.</p>	
<b>D. Suivi</b>	
<b>Quand la législation sera-t-elle réexaminée?</b>	
<p>L’AEMF effectuerait une première analyse 24 mois après la mise en œuvre des nouvelles règles, puis présenterait une analyse actualisée chaque année.</p>	

**AMPLIATION CERTIFIÉE CONFORME**  
Pour la Secrétaire générale

**Martine DEPREZ**  
Directrice  
Prise de décision & Collégialité  
COMMISSION EUROPÉENNE