



Bruxelles, le 12.1.2022  
C(2022) 52 final

**RÈGLEMENT DÉLÉGUÉ (UE) .../... DE LA COMMISSION**

**du 12.1.2022**

**modifiant les normes techniques de réglementation définies par le règlement délégué (UE) 2017/583 en ce qui concerne l'ajustement des seuils de liquidité, ainsi que des percentiles transactions utilisés pour déterminer la taille spécifique à l'instrument, applicables à certains instruments autres que des actions**

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

## EXPOSÉ DES MOTIFS

### 1. CONTEXTE DE L'ACTE DÉLÉGUÉ

Le règlement concernant les marchés d'instruments financiers (MiFIR)<sup>1</sup> a défini des exigences globales de transparence pré-négociation et post-négociation aussi bien en ce qui concerne les transactions portant sur des instruments de fonds propres (comme les actions) que celles portant sur d'autres types de titres (comme les obligations et les produits dérivés). Plusieurs de ces exigences ont été complétées par des normes techniques de réglementation élaborées par l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF). Le règlement délégué (UE) 2017/583<sup>2</sup> définit des normes techniques de réglementation relatives aux exigences de transparence applicables aux plates-formes de négociation et aux entreprises d'investissement en ce qui concerne les obligations, produits financiers structurés, quotas d'émission et instruments dérivés.

Il définit notamment la méthode à appliquer pour évaluer la liquidité des obligations et la taille spécifique à l'instrument. La liquidité et la taille spécifique à l'instrument sont toutes deux pertinentes pour l'octroi de dérogations aux exigences en matière de transparence et de reports de ces exigences. Les instruments illiquides peuvent en effet bénéficier de dérogations en matière de transparence pré-négociation en vertu de l'article 9, paragraphe 1, point c), du règlement MiFIR et de reports des exigences de transparence post-négociation en vertu de l'article 11, paragraphe 1, point b), du même règlement. Les transactions d'une taille supérieure à la taille spécifique à l'instrument peuvent quant à elles bénéficier d'une dérogation aux exigences pré-négociation en vertu de l'article 9, paragraphe 1, point b), du règlement MiFIR, si l'ordre est passé au moyen d'un système dit de «demandes de prix» ou de «négociation à la criée», et d'un report des exigences post-négociation en vertu de l'article 11, paragraphe 1, point c), quel que soit le système de négociation utilisé.

En ce qui concerne la méthode de calcul de la liquidité des obligations et, aux fins de la transparence pré-négociation, de la taille spécifique à l'instrument pour les instruments autres que des actions, y compris les obligations, le règlement délégué (UE) 2017/583 a défini une approche par phases qui prévoit que l'AEMF évalue chaque année, pendant quatre ans, si un passage à la phase suivante, plus stricte, se justifie. Le passage de la phase 1 à la phase 2 ayant été adopté cette année, c'est actuellement la phase 2 qui est en vigueur.

L'AEMF a présenté sa deuxième évaluation annuelle<sup>3</sup> le 23 juillet 2021 et recommande de passer à la phase trois afin de s'acheminer vers un environnement de négociation plus transparent pour les obligations. Il convient de noter qu'à nouveau, en ce qui concerne la taille spécifique à l'instrument, l'AEMF n'a évalué l'opportunité d'un passage en phase trois que pour les obligations, et pas pour les autres types d'instruments qui ne sont pas des actions. En

---

<sup>1</sup> 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 (MiFIR) (JO L 173 du 12.6.2014, p. 84).

<sup>2</sup> Règlement délégué (UE) 2017/583 de la Commission du 14 juillet 2016 complétant le règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers par des normes techniques de réglementation relatives aux obligations de transparence applicables aux plates-formes de négociation et aux entreprises d'investissement pour les obligations, produits financiers structurés, quotas d'émission et instruments dérivés («RTS 2») (JO L 87 du 31.3.2017, p. 229).

<sup>3</sup> Le texte intégral de ce rapport peut être consulté à l'adresse suivante: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-4596\\_mifid\\_ii\\_mifir\\_annual\\_report\\_2021.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-4596_mifid_ii_mifir_annual_report_2021.pdf).

effet, elle ne dispose pas encore de données suffisantes pour ces autres catégories d'instruments.

## **2. CONSULTATIONS AVANT L'ADOPTION DE L'ACTE**

Conformément à l'article 10 du règlement (UE) n° 1095/2010, l'AEMF a mené une consultation publique sur le projet de normes techniques de réglementation. Elle a publié un document de consultation à cet effet le 11 mai 2021 sur son site web. La période de consultation s'est achevée le 11 juin et 16 réponses au total ont été reçues. En outre, l'AEMF a sollicité l'avis du groupe des parties intéressées au secteur financier institué en application de l'article 37 du règlement (UE) n° 1095/2010.

Conformément à l'article 10, paragraphe 1, troisième alinéa, du règlement (UE) n° 1095/2010, l'AEMF a également joint à son projet de normes techniques son évaluation, contenant notamment une analyse des coûts et avantages que ce projet implique<sup>4</sup>.

## **3. ÉLÉMENTS JURIDIQUES DE L'ACTE DÉLÉGUÉ**

D'une part, le présent projet de règlement délégué vise à passer à la troisième phase pour l'évaluation de la liquidité des obligations. Actuellement, une obligation est réputée liquide si: le montant notionnel quotidien moyen négocié est d'au moins 100 000 EUR; le nombre de transactions quotidien moyen est d'au moins 10; et le pourcentage de jours négociés sur le dernier trimestre est d'au moins 80 %. Seul le critère du nombre de transactions quotidien moyen fait l'objet de l'approche progressive par phases. Les quatre phases pour ce critère correspondent à 15 (phase S1), 10 (phase S2), 7 (phase S3) et 2 (phase S4). Suivant ces paramètres, le pourcentage d'obligations liquides entre le 1<sup>er</sup> trimestre 2020 et le 4<sup>e</sup> trimestre 2020 a oscillé entre 1,57 % et 2,58 % de l'ensemble du marché des obligations, Royaume-Uni exclu. Le passage à la phase trois signifie que le critère du nombre de transactions quotidien moyen sera abaissé de 10 à 7, ce qui devrait faire grimper le pourcentage d'obligations liquides dans une fourchette comprise entre 2,31 % et 3,44 %. Il convient à cet effet de remplacer les dispositions de l'article 17, paragraphe 1, du règlement délégué.

D'autre part, ce règlement délégué vise aussi à passer à la troisième phase pour l'évaluation de la taille spécifique à l'instrument. La taille spécifique à l'instrument est soit un seuil fixe de montant notionnel quotidien moyen négocié (de 200 000 EUR ou de 300 000 EUR, selon le type d'obligation), soit le montant correspondant au 40<sup>e</sup> percentile (phase S2) du montant notionnel quotidien effectivement négocié, selon celle de ces valeurs qui est la plus élevée. Pour les obligations d'entreprises, cela signifie, sur la base des données de 2020 hors Royaume-Uni, que la dérogation aux exigences pré-négociation fondée sur la taille spécifique à l'instrument s'applique aux ordres d'un montant supérieur ou égal à 400 000 EUR. Pour les obligations souveraines, ce montant est de 900 000 EUR. Le passage à la phase trois consistera à remplacer le 40<sup>e</sup> percentile par le 50<sup>e</sup> percentile, ce qui relèvera le seuil à partir duquel il sera possible de bénéficier d'une dérogation aux exigences de transparence pré-négociation respectivement à 600 000 EUR et à 1 500 000 EUR. Il convient à cet effet de remplacer les dispositions de l'article 17, paragraphe 3, du règlement délégué.

---

<sup>4</sup> Voir la note de bas de page 3.

# RÈGLEMENT DÉLÉGUÉ (UE) .../... DE LA COMMISSION

du 12.1.2022

**modifiant les normes techniques de réglementation définies par le règlement délégué (UE) 2017/583 en ce qui concerne l'ajustement des seuils de liquidité, ainsi que des percentiles transactions utilisés pour déterminer la taille spécifique à l'instrument, applicables à certains instruments autres que des actions**

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

LA COMMISSION EUROPÉENNE,

vu le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne,

vu le 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<sup>5</sup>, et notamment son article 9, paragraphe 5, troisième alinéa,

considérant ce qui suit:

- (1) Le règlement délégué (UE) 2017/583 de la Commission<sup>6</sup> définit les exigences de transparence applicables aux obligations, produits financiers structurés, quotas d'émission et instruments dérivés. Afin d'assurer une mise en œuvre harmonieuse de ces exigences, ce règlement délégué a prévu l'entrée en application progressive, sur quatre ans, et à un rythme annuel, de certains seuils d'application des exigences de transparence, à partir de 2019. Cette introduction progressive est censée permettre d'élargir progressivement le champ d'application des exigences de transparence correspondantes. Sont concernés le critère du «nombre de transactions quotidien moyen» utilisé pour identifier les obligations pour lesquelles il existe un marché liquide, et les «percentiles transactions» utilisés pour déterminer la taille spécifique à l'instrument au-delà de laquelle il est possible de déroger aux exigences en matière de transparence pré-négociation.
- (2) Dans le cadre de cette approche progressive, le passage d'une phase à la suivante n'est pas automatique. L'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) doit soumettre chaque année à la Commission une évaluation de l'opportunité de passer à la phase suivante. Dans cette évaluation, elle doit analyser l'évolution, durant la phase en cours, des volumes de négociation pour les instruments financiers concernés, et anticiper l'incidence qu'un passage à la phase suivante pourrait avoir sur la liquidité disponible et sur les acteurs du marché. Le cas échéant, elle doit soumettre avec son rapport des normes de réglementation révisées ajustant le seuil pour qu'il corresponde à celui de la phase suivante.

---

<sup>5</sup> JO L 173 du 12.6.2014, p. 84.

<sup>6</sup> Règlement délégué (UE) 2017/583 de la Commission du 14 juillet 2016 complétant le règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers par des normes techniques de réglementation relatives aux obligations de transparence applicables aux plates-formes de négociation et aux entreprises d'investissement pour les obligations, produits financiers structurés, quotas d'émission et instruments dérivés (JO L 87 du 31.3.2017, p. 229).

- (3) L'AEMF a remis à la Commission son évaluation, accompagnée de normes de réglementation révisées, le 22 juillet 2021. Elle a conclu qu'entre 1,57 % et 2,58 % des obligations négociées entre le premier trimestre et le quatrième trimestre 2020 avaient été considérées comme liquides selon les critères applicables en phase S2. L'entrée en phase S3 se traduira par une augmentation d'environ 40 %.
- (4) Concernant la taille spécifique à l'instrument, l'AEMF a conclu que le passage de la phase S2 à la phase S3 aura des conséquences surtout pour la négociation d'obligations souveraines et d'autres obligations publiques, car c'est pour ces instruments que l'augmentation sera la plus forte. Toutefois, ces instruments se négocient généralement dans une fourchette de 3 à 6 millions d'EUR. L'ESMA estime dès lors qu'un passage à la phase S3 maintiendrait la taille spécifique à l'instrument pré-négociation à un niveau suffisamment bas pour protéger les fournisseurs de liquidité contre l'incidence que des grands ordres pourraient avoir sur le marché, tout en garantissant que les obligations plus liquides soient soumises aux obligations de transparence pré-négociation.
- (5) Compte tenu de l'évaluation effectuée par l'AEMF et du niveau limité de transparence sur les marchés obligataires, des effets limités sur la concurrence existant sur le marché et du fait que le seuil resterait suffisamment bas pour protéger les fournisseurs de liquidité contre l'incidence que des grands ordres pourraient avoir sur le marché, il convient de passer à la phase S3 pour les obligations pour lesquelles il existe un marché liquide ainsi que pour la taille spécifique à l'instrument pour les obligations. L'entrée en phase S3 devrait accroître le niveau de transparence du marché obligataire, sans pour autant affecter la liquidité.
- (6) Il convient de modifier en conséquence le règlement délégué (UE) 2017/583.
- (7) Le présent règlement se fonde sur les projets de normes techniques de réglementation soumis à la Commission par l'AEMF.
- (8) L'AEMF a procédé à des consultations publiques ouvertes sur les projets de normes techniques de réglementation sur lesquels se fonde le présent règlement, analysé les coûts et avantages potentiels qu'ils impliquent et sollicité l'avis du groupe des parties intéressées au secteur financier institué en application de l'article 37 du règlement (UE) n° 1095/2010 du Parlement européen et du Conseil<sup>7</sup>,

A ADOPTÉ LE PRÉSENT RÈGLEMENT:

*Article premier*

**Modifications apportées au règlement délégué (UE) 2017/583**

L'article 17 du règlement délégué (UE) 2017/583 est modifié comme suit:

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

«1. Pour déterminer les obligations pour lesquelles il n'existe pas de marché liquide aux fins de l'article 6 et conformément à la méthode visée à l'article 13, paragraphe 1, point b), l'approche pour le critère de liquidité "nombre quotidien moyen de transactions" est utilisée en appliquant le "nombre de transactions quotidien moyen" correspondant à la phase S3 (7 transactions journalières).»;

---

<sup>7</sup> Règlement (UE) n° 1095/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers), modifiant la décision n° 716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/77/CE de la Commission (JO L 331 du 15.12.2010, p. 84).

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

«3. Pour déterminer la taille spécifique à l'instrument financier aux fins de l'article 5 et conformément à la méthode visée à l'article 13, paragraphe 2, point b) i), l'approche du percentile transactions est utilisée en appliquant le percentile transactions correspondant à la phase S3 (50<sup>e</sup> percentile).

Pour déterminer la taille spécifique à l'instrument financier aux fins de l'article 5 et conformément à la méthode visée à l'article 13, paragraphe 2, points b) ii) à iv), l'approche du percentile transactions est utilisée en appliquant le percentile transactions correspondant à la phase S1 (30<sup>e</sup> percentile).».

#### *Article 2*

#### **Entrée en vigueur**

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 12.1.2022

*Par la Commission*

*La présidente*

*Ursula VON DER LEYEN*