

## III

*(Actes préparatoires)***BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE****AVIS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE****du 22 mars 2012**

**sur i) une proposition de directive concernant les marchés d'instruments financiers, abrogeant la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil, ii) une proposition de règlement concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (EMIR) sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, iii) une proposition de directive relative aux sanctions pénales applicables aux opérations d'initiés et aux manipulations de marché, et iv) une proposition de règlement sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché)**

**(CON/2012/21)****(2012/C 161/03)****Introduction et fondement juridique**

Le 25 novembre 2011, la Banque centrale européenne (BCE) a reçu trois demandes de consultation de la part du Conseil de l'Union européenne portant sur i) une proposition <sup>(1)</sup> de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers, abrogeant la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil (ci-après la «directive MIF proposée»), ii) une proposition <sup>(2)</sup> de règlement du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (EMIR) <sup>(3)</sup> sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (ci-après le «règlement MIF proposé»), iii) une proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) <sup>(4)</sup> (ci-après le «règlement MAR proposé»). Le 30 novembre 2011, la BCE a reçu une demande de consultation de la part du Conseil portant sur une proposition de directive du Parlement européen et du Conseil relative aux sanctions pénales applicables aux opérations d'initiés et aux manipulations de marché <sup>(5)</sup> (ci-après la «directive MAD proposée»).

La BCE a compétence pour émettre un avis relatif aux directives et règlements proposés en vertu de l'article 127, paragraphe 4, et de l'article 282, paragraphe 5, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne. Les directives proposées et les règlements proposés contiennent des dispositions qui influent sur l'intégration et l'intégrité des marchés financiers européens et sur la confiance du public dans les valeurs mobilières et les produits financiers dérivés et, partant, ont une incidence sur la contribution du Système européen de banques centrales (SEBC) à la bonne conduite des politiques menées par les autorités compétentes en ce qui concerne le contrôle prudentiel des établissements de crédit et la stabilité du système financier, telle que visée à l'article 127, paragraphe 5, du traité, et sur la promotion du bon fonctionnement des systèmes de paiement. À des fins d'efficacité et de clarté, la BCE a décidé de rendre un seul avis sur ces quatre propositions législatives. Conformément à l'article 17.5, première phrase, du règlement intérieur de la Banque centrale européenne, le présent avis a été adopté par le conseil des gouverneurs.

<sup>(1)</sup> COM(2011) 656 final.

<sup>(2)</sup> COM(2011) 652 final.

<sup>(3)</sup> Voir proposition de règlement sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, septembre 2010, COM(2010) 484 final.

<sup>(4)</sup> COM(2011) 651 final.

<sup>(5)</sup> COM(2011) 654 final.

## Observations générales

1. *Objectifs et structure des directives proposées et des règlements proposés*
  - 1.1. Le 20 octobre 2011, la Commission a adopté les quatre propositions susmentionnées afin de remplacer la directive 2004/39/CE <sup>(6)</sup> et la directive 2003/6/CE <sup>(7)</sup> visant à assurer l'efficacité, l'intégrité, la résilience et la transparence des marchés financiers. En particulier, la directive MIF proposée procède à la refonte de la directive 2004/39/CE en ce qui concerne l'accès à l'activité des entreprises d'investissement, des marchés réglementés et des fournisseurs de services de données, les modalités de leur gouvernance et leur cadre de surveillance, l'exercice d'activités d'investissement et la fourniture de services d'investissement dans l'Union par des entreprises de pays tiers y possédant une succursale. Le règlement MIF proposé renforce encore la directive 2004/39/CE et prévoit de nouvelles règles pour la publication des données relatives aux transactions, les déclarations des transactions, la négociation obligatoire des instruments dérivés sur des plates-formes organisées, un accès non discriminatoire aux systèmes de compensation, l'intervention sur les produits et la gestion des positions des instruments dérivés ainsi que pour la prestation de services par des entreprises de pays tiers ne disposant pas de succursale. Le règlement MAR proposé abroge et remplace la directive 2003/6/CE. En vertu de l'article 83, paragraphe 2, du traité, la directive MAD proposée fait obligation aux États membres d'instaurer des niveaux minimaux de sanctions pénales pour les formes les plus graves d'abus de marché.
  - 1.2. La BCE accueille favorablement les mesures proposées visant à améliorer la réglementation des marchés d'instruments financiers comme constituant une étape importante vers le renforcement de la protection des investisseurs et vers la mise en place d'un système financier plus sain et plus sûr dans l'Union européenne.
2. *Règlement uniforme européen pour le secteur financier et rôle consultatif de la BCE*
  - 2.1. Le dispositif proposé se traduira par une plus grande sécurité juridique en limitant les options et facultés des États membres, et réduira les risques de distorsion de marché et d'arbitrage réglementaire. En particulier, l'harmonisation renforcée par le biais de deux règlements directement applicables et d'une directive relative aux sanctions pénales est bienvenue car elle garantit l'égalité des conditions de concurrence ainsi que des règles minimales comparables tant en matière de mesures, sanctions et amendes administratives que de sanctions pénales.
  - 2.2. La BCE soutient fermement l'élaboration d'un règlement uniforme européen pour tous les établissements financiers <sup>(8)</sup> car il favorise le bon fonctionnement du marché unique au sein de l'Union et facilite une plus grande intégration financière en Europe <sup>(9)</sup>. De plus, comme souligné dans des avis antérieurs <sup>(10)</sup>, la BCE recommande de veiller à ce que la procédure législative ordinaire soit uniquement suivie pour les principes-cadres reflétant des choix politiques fondamentaux et les questions de fond, et que les règles techniques soient adoptées, conformément aux articles 290 et 291 du traité, sous forme d'actes délégués ou d'actes d'exécution, le cas échéant via l'élaboration préalable de projets

<sup>(6)</sup> 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).

<sup>(7)</sup> Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) (JO L 96 du 12.4.2003, p. 16).

<sup>(8)</sup> Voir le point 20 des conclusions du Conseil européen des 18 et 19 juin 2009.

<sup>(9)</sup> Voir, par exemple, le point 3 de l'avis CON/2011/42 de la BCE du 4 mai 2011 sur une proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant les directives 2003/71/CE et 2009/138/CE en ce qui concerne les compétences de l'Autorité européenne des marchés financiers et de l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (JO C 159 du 28.5.2011, p. 10). Tous les avis et documents de la BCE sont publiés sur le site internet de la BCE à l'adresse suivante: <http://www.ecb.europa.eu>

<sup>(10)</sup> Voir, par exemple, le point 2 de l'avis CON/2009/17 de la BCE du 5 mars 2009 sollicité par le Conseil de l'Union européenne sur une proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE en ce qui concerne les banques affiliées à des institutions centrales, certains éléments des fonds propres, les grands risques, les dispositions en matière de surveillance et la gestion des crises (JO C 93 du 22.4.2009, p. 3).

de normes de réglementation ou d'exécution par les autorités européennes de surveillance (AES) <sup>(11)</sup>. À cet égard, étant donné que les actes délégués et les actes d'exécution constituent des éléments essentiels du règlement uniforme européen, la BCE escompte être consultée, s'il y a lieu, en temps utile sur ces actes de l'Union proposés <sup>(12)</sup>.

- 2.3. De plus, la BCE recommande de garantir la cohérence intersectorielle de la législation de l'Union relative aux services financiers.

3. *Pouvoirs des autorités compétentes, rôle de l'AEMF et des autorités macroprudentielles*

- 3.1. La BCE se félicite que le cadre proposé renforce et harmonise les pouvoirs des autorités chargées de la surveillance des entreprises d'investissement et des marchés d'instruments financiers ainsi que l'exercice de leur pouvoir d'enquête <sup>(13)</sup>, mettant particulièrement l'accent sur la coopération transfrontalière <sup>(14)</sup>. Il est crucial pour le bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers que les autorités compétentes dans l'Union élaborent un réseau d'autorités de surveillance dotées des moyens et pouvoirs appropriés, habilitées à faire face à des tendances indésirables, des actions ou des menaces affectant les marchés. À cet égard, la BCE approuve le rôle majeur conféré à l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) dans le cadre proposé, et notamment en ce qui concerne la fonction de facilitation et de coordination ainsi que l'évolution des normes techniques. En outre, l'obligation faite aux autorités nationales compétentes de coopérer et de fournir à l'AEMF toutes les informations nécessaires favorisera l'application cohérente des règlements proposés et l'existence de conditions de concurrence égales dans l'Union. À cet égard, comme souligné dans des avis antérieurs <sup>(15)</sup>, la BCE suggère d'améliorer encore la coopération et l'échange d'informations au sein du système européen de surveillance financière, et entre les autorités de surveillance et les banques centrales du SEBC, y compris la BCE, lorsque ces informations sont pertinentes pour l'exercice de leurs missions respectives <sup>(16)</sup>.

- 3.2. Il convient également, comme le prévoit le cadre proposé, que les autorités compétentes coopèrent avec d'autres autorités au sein des mêmes États membres <sup>(17)</sup>. De plus, pour assurer qu'il soit tenu compte de manière appropriée de la perspective macroprudentielle, la BCE recommande de mettre en place et de renforcer des procédures de coopération adéquates avec les autorités macroprudentielles

<sup>(11)</sup> Règlement (UE) n° 1093/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité bancaire européenne), modifiant la décision n° 716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/78/CE de la Commission (JO L 331 du 15.12.2010, p. 12), règlement (UE) n° 1094/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles), modifiant la décision n° 716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/79/CE de la Commission (JO L 331 du 15.12.2010, p. 48) et 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). Ces règlements mettent en place une procédure d'élaboration par les AES de projets de normes techniques de réglementation et d'exécution avant leur approbation par la Commission, sous forme d'actes délégués et d'actes d'exécution.

<sup>(12)</sup> Voir, par exemple, le point 1.3 de l'avis CON/2010/23 de la BCE du 18 mars 2010 sur une proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant les directives 1998/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE et 2009/65/CE en ce qui concerne les compétences de l'Autorité bancaire européenne, l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles et l'Autorité européenne des marchés financiers (JO C 87 du 1.4.2010, p. 1), le point 4 de l'avis CON/2011/42, le point 8 de l'avis CON/2011/44 du 19 mai 2011 sur la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil relatif au système européen des comptes nationaux et régionaux dans l'Union européenne (JO C 203 du 9.7.2011, p. 3) et, récemment, le point 4 de l'avis CON/2012/5 du 25 janvier 2012 sur une proposition de directive concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et sur une proposition de règlement concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement (JO C 105 du 11.4.2012, p. 1).

<sup>(13)</sup> Articles 70 et 71 de la directive MIF proposée et article 17 du règlement MAR proposé.

<sup>(14)</sup> Articles 83 et 84 de la directive MIF proposée et articles 19 du règlement MAR proposé.

<sup>(15)</sup> Voir, par exemple, les points 13 à 15 de l'avis CON/2009/17, les points 4 à 6 de l'avis CON/2010/5, le point 2.2 de l'avis CON/2010/23, le point 5 de l'avis CON/2011/42, et, récemment, le point 11.1 de l'avis CON/2012/5.

<sup>(16)</sup> Voir la modification 11 à l'annexe du présent avis.

<sup>(17)</sup> Voir l'article 70 de la directive MIF proposée et l'article 17 du règlement MAR proposé.

lorsqu'il convient d'évaluer les menaces pour la stabilité du système financier<sup>(18)</sup>. Cela pourrait se traduire par une coopération entre les autorités compétentes et les autorités nationales macroprudentielles<sup>(19)</sup> ou, dans d'autres cas, par une coopération de l'AEMF avec le Comité européen du risque systémique (CERS)<sup>(20)</sup>. À cet égard, il pourrait être opportun de prévoir une telle coopération à l'occasion de la révision du règlement (UE) n° 1095/2010<sup>(21)</sup>.

- 3.3. La proposition de renforcer le régime de sanctions administratives en fournissant aux autorités compétentes un arsenal minimum de mesures, sanctions et amendes administratives est de nature à garantir des normes communes dans l'Union, tout en laissant aux législateurs nationaux la faculté de conférer aux autorités compétentes des pouvoirs de sanction supplémentaires, et notamment de prévoir des montants plus élevés pour les sanctions pécuniaires administratives<sup>(22)</sup>. En outre, afin d'assurer la transparence et la cohérence des sanctions administratives adoptées dans l'Union, les États membres devraient notifier à la Commission et à l'AEMF les règles nationales applicables et toute modification ultérieure les concernant<sup>(23)</sup>.

### Remarques particulières

#### A. Révision de la directive 2004/39/CE

##### 4. Évolution de la structure de marché

La BCE soutient les propositions de la Commission visant à améliorer le cadre régissant la structure du marché à la lumière de l'innovation financière et des derniers développements technologiques, et notamment l'introduction de propositions de réglementation concernant une nouvelle plate-forme de négociation, à savoir le système organisé de négociation (OTF) qui élargirait le champ d'application du dispositif réglementaire de l'Union. La BCE relève que la directive MIF proposée et que le règlement MIF proposé visent à garantir des conditions de concurrence équitables pour toutes les plates-formes de négociation réglementées en les soumettant aux mêmes exigences organisationnelles et aux mêmes règles de transparence, selon un calibrage approprié, ce qui permettrait d'éviter tout intérêt pour l'arbitrage réglementaire.

##### 5. Obligations de transparence et consolidation de données

- 5.1. La BCE est favorable à la proposition d'étendre le champ d'application des obligations de transparence pré- et post-négociation au-delà des instruments de capitaux propres afin d'inclure les obligations, les produits structurés et les instruments dérivés admis à la négociation ou négociés sur un marché réglementé, sur un système multilatéral de négociation (MTF) ou sur un OTF, ainsi que les instruments dérivés jugés admissibles à la compensation centrale, car cela renforcerait la formation des prix et soutiendrait le processus d'évaluation de ces instruments.

- 5.2. La directive MIF proposée<sup>(24)</sup> et le règlement MIF proposé<sup>(25)</sup> prévoient des dispositions visant à améliorer la consolidation des données pour la transparence de l'information. Selon ces dispositions, des «fournisseurs de système consolidé de publication» (consolidated tape providers — CTP) collecteront des informations auprès des plates-formes de négociation et, pour les transactions exécutées en dehors des plates-formes de négociation, auprès des entreprises d'investissement par l'intermédiaire de dispositifs de publication agréés. Selon la Commission, les dispositions proposées fixent les conditions qui permettront l'émergence de fournisseurs de systèmes consolidés de publication<sup>(26)</sup>. En dépit de l'évolution possible de ces solutions commerciales, la BCE considère que seule la mise en place d'un CTP unique peut garantir la transparence de façon satisfaisante et appropriée. La BCE relève à cet égard que la Commission élaborera un rapport sur le fonctionnement dans la pratique du système consolidé de publication et qu'elle soumettra, si elle le juge opportun, une proposition législative

<sup>(18)</sup> Voir, par exemple, les articles 31, 32 et 34 du règlement MIF proposé, selon lesquels les pouvoirs de l'AEMF et des autorités compétentes en matière d'intervention sur les produits visent également à écarter une menace pour le bon fonctionnement des marchés financiers ou pour la stabilité de tout ou partie du système financier.

<sup>(19)</sup> Voir, par exemple, l'article 70 de la directive MIF proposée et la modification 11 à l'annexe du présent avis.

<sup>(20)</sup> Voir, par exemple, les articles 31, 33, 34 du règlement MIF proposé fixant les conditions dans lesquelles l'AEMF exerce ses pouvoirs d'intervention et joue le rôle de facilitateur et de coordonnateur qui lui est dévolu.

<sup>(21)</sup> Article 81 du règlement (UE) n° 1095/2010.

<sup>(22)</sup> Voir l'article 26 du règlement MAR proposé.

<sup>(23)</sup> Cette disposition se trouve déjà à l'article 24 du règlement MAR proposé. Il convient d'introduire une obligation similaire également dans la directive MIF proposée.

<sup>(24)</sup> Voir les articles 61 à 68 de la directive MIF proposée.

<sup>(25)</sup> Voir les articles 11 à 12 du règlement MIF proposé.

<sup>(26)</sup> Voir le considérant 78 et le point 3.4.12 de l'exposé des motifs de la directive MIF proposée.

tendant à créer une entité unique chargée de consolider les informations post-négociation <sup>(27)</sup>. La BCE estime toutefois que l'expérience acquise depuis la transposition de la directive 2004/39/CE a révélé une défaillance du marché relative à la consolidation des données qui justifierait de soumettre dès à présent des propositions législatives aux fins de traiter ces questions.

#### 6. *Déclaration des transactions*

En ce qui concerne la déclaration des transactions, la BCE approuve la proposition visant à inclure les informations sur le client pour le compte duquel l'entreprise d'investissement a exécuté une transaction, et souligne l'importance de se référer au recours à un identifiant unique pour les entreprises d'investissement et/ou le client d'une transaction. La BCE observe également que les entreprises d'investissement qui exécutent des transactions sur instruments financiers, soit pour compte propre, soit pour le compte de leurs clients, transmettent les informations détaillées aux autorités nationales compétentes et stockent les données de telle manière qu'elles soient accessibles aux contrôleurs pendant une durée minimale de cinq ans. Étant donné que ces informations seront utilisées par les autorités compétentes également afin de contrôler les manipulations de marché et les abus de marché, la BCE souligne l'importance de veiller à ce que les informations résultant de la déclaration des transactions soient facilement accessibles au niveau européen dans un système unique désigné par l'AEMF, et ce le plus vite possible sans attendre une possible révision du règlement MIF proposé dans les deux années suivant son entrée en vigueur <sup>(28)</sup>.

#### 7. *Exemptions pour les opérations des banques centrales des obligations d'information et de déclaration*

7.1. Le dispositif prévu en matière de transparence et de déclaration mentionné ci-dessus ne prévoit pas d'exemptions pour les opérations auxquelles une banque centrale du SEBC est contrepartie <sup>(29)</sup>.

7.2. La BCE relève à cet égard que si la publicité des opérations exécutées par les banques centrales dans le cadre de leurs objectifs légaux respectifs et de leurs missions légales respectives n'est pas susceptible de créer une plus grande transparence pour le marché, l'efficacité de ces opérations, notamment dans le domaine de la politique monétaire ou des opérations de change, et ce faisant l'exécution par les banques centrales des missions leur incombant, requérant actualité et confidentialité, pourrait être gravement compromise par la communication d'informations sur ces opérations, qu'elle intervienne en temps réel ou avec un décalage temporel. Par ailleurs, la transparence visant certaines catégories de transactions ainsi que leur volume à certains moments pourraient permettre aux participants du marché d'identifier presque immédiatement en tant que telles les opérations des banques centrales du SEBC, même si le nom des banques centrales concernées n'était pas révélé. Par conséquent, la BCE recommande fortement que les opérations des banques centrales du SEBC bénéficient de l'exemption des obligations de transparence <sup>(30)</sup>.

7.3. Concernant les obligations de déclaration, l'obligation pesant sur les contreparties, dans le cadre d'opérations auxquelles un membre du SEBC est partie, de déclarer aux autorités compétentes toutes les informations s'y rapportant est également susceptible de porter atteinte aux règles de confidentialité de la BCE et des banques centrales nationales, et de remettre en cause la finalité des immunités dont jouit la BCE en vertu du traité, notamment l'inviolabilité des archives de la BCE et de ses communications officielles <sup>(31)</sup>, ce qui tient en particulier au fait que la procédure de déclaration aux autorités compétentes peut s'effectuer aussi par l'intermédiaire d'autres entités telles que des plates-formes de négociation, des mécanismes de déclaration agréés ou des référentiels centraux. Pour les raisons exposées, il convient que les opérations auxquelles une banque centrale du SEBC est contrepartie soient également exemptées des obligations de déclaration <sup>(32)</sup>.

#### 8. *Marchés des petites et moyennes entreprises*

La directive MIF <sup>(33)</sup> proposée prévoit que l'opérateur d'un MTF peut solliciter des autorités compétentes de son État d'origine que le MTF soit enregistré comme un marché de croissance des petites et moyennes entreprises (PME) <sup>(34)</sup>. Eu égard aux récentes difficultés rencontrées par les PME pour avoir

<sup>(27)</sup> Voir l'article 96, paragraphe 1, point f), de la directive MIF proposée.

<sup>(28)</sup> Voir la modification 13 à l'annexe du présent avis.

<sup>(29)</sup> L'article 2, paragraphe 1, point g), de la directive MIF proposée prévoit uniquement une exemption subjective pour les banques centrales du SEBC. Le règlement MIF proposé ne prévoit pas d'exemptions. En tout cas, les entreprises d'investissement qui interviennent comme contrepartie dans le cadre d'opérations des banques centrales du SEBC ne sont pas clairement exemptées des obligations de transparence et de déclaration visées aux articles 19, 20 et 23 du règlement MIF proposé.

<sup>(30)</sup> Voir la modification 12 à l'annexe du présent avis.

<sup>(31)</sup> Voir l'article 343 du traité et l'article 39 des statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne, ainsi que les articles 22, 2 et 5 du protocole sur les privilèges et immunités de l'Union européenne.

<sup>(32)</sup> Cf. note 30.

<sup>(33)</sup> Voir l'article 35 de la directive MIF proposée.

<sup>(34)</sup> Selon l'article 4, paragraphe 1, point 11, de la directive MIF proposée, on entend par «marché de croissance des PME» un MTF qui est enregistré en tant que marché de croissance des PME conformément à l'article 35.



accès au financement, et étant présumé qu'elles rencontreront de nouveau de telles difficultés en périodes de tensions sur les marchés, la création d'une plate-forme de négociation spécialement adaptée aux PME est incontestablement opportune. Elle permettra non seulement aux PME d'avoir accès au financement, en particulier en périodes difficiles, mais améliorera également la formation des prix et la découverte des prix pour les instruments financiers émis par ces entreprises. Étant donné que les MTF se spécialiseront sur ces instruments, il est probable que la formation des prix selon des facteurs plus pertinents pour les PME se reflétera mieux dans la cotation.

9. *Négociation des instruments dérivés de gré à gré normalisés*

9.1. L'Eurosystème a d'ores et déjà relevé<sup>(35)</sup> qu'il est urgent de prendre des mesures visant la mise en œuvre dans l'Union de l'engagement pris par le G20 en septembre 2009 selon lequel «tous les contrats de produits dérivés de gré à gré normalisés devront être échangés sur des plates-formes d'échanges ou via des plates-formes de négociation électronique et compensés par des contreparties centrales d'ici la fin 2012 au plus tard», aux fins d'améliorer la transparence des marchés d'instruments dérivés de gré à gré, d'atténuer les risques systémiques et d'assurer la protection contre l'abus de marché.

9.2. Dans ce cadre, la BCE approuve les dispositions<sup>(36)</sup> qui viennent à l'appui de l'exigence que les instruments dérivés de gré à gré éligibles soient négociés sur des marchés réglementés, des MTF et des OTF, et qui confie à l'AEMF la mission de déterminer la portée précise de cette obligation en tenant compte des liquidités<sup>(37)</sup>. La BCE observe toutefois qu'il peut se révéler nécessaire de compléter cette approche afin de respecter la recommandation du Conseil de stabilité financière visant à ce que «les autorités créent des incitations et, le cas échéant, des réglementations pour renforcer l'utilisation de produits normalisés et de procédés normalisés»<sup>(38)</sup>. Dans ce contexte, la BCE estime que le contrôle régulier de la négociation des contrats non normalisés en dehors d'un marché réglementé, d'un MTF ou d'un OTF devrait intervenir au niveau de l'Union.

10. *Exigences renforcées pour le trading algorithmique, y compris le trading haute fréquence*

10.1. Le trading algorithmique, y compris le trading haute fréquence, peuvent être une source de risques pour la liquidité et l'efficacité des marchés financiers, notamment en période de tensions sur les marchés. En conséquence, la BCE accueille favorablement les modifications proposées à la directive 2004/39/CE qui prévoient des garanties organisationnelles appropriées pour les plates-formes de négociation, par exemple en ce qui concerne la capacité nécessaire, l'instauration de coupe-circuits et l'accès au marché pour les traders haute fréquence et les entreprises d'investissement qui fournissent un accès électronique direct aux plates-formes de négociation. Les dispositions proposées faciliteront également la surveillance et le contrôle du trading haute fréquence et du trading algorithmique par les autorités compétentes.

10.2. La BCE est toutefois d'avis que le dispositif réglementaire devrait clarifier que la notion d'entreprise d'investissement couvre toutes les entités effectuant du trading algorithmique à titre professionnel, lesquelles relèveraient ainsi du champ d'application de la directive MIF et seraient soumises à la surveillance et au contrôle de leurs activités par les autorités compétentes<sup>(39)</sup>. Garantir une couverture étendue à l'ensemble des entités effectuant du trading haute fréquence et du trading algorithmique à titre professionnel permettrait de limiter un contournement potentiel des règles proposées.

10.3. La BCE accueille favorablement les dispositions du règlement MIF proposé relatives aux informations détaillées devant être déclarées, qui comportent une mention permettant d'identifier, au sein de l'entreprise d'investissement, les algorithmes informatiques responsables de la décision d'investissement et de l'exécution de la transaction<sup>(40)</sup>. La BCE estime que pour faciliter la surveillance intermarchés ainsi que pour éviter et déceler les abus de marché, de tels identifiants uniques devraient être développés pour identifier les transactions générées par trading algorithmique au sein d'une même plate-forme de négociation et entre plates-formes de négociation.

<sup>(35)</sup> Voir page 2 de la «Consultation publique de la Commission européenne sur la révision de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MiF) — Contribution de l'Eurosystème», février 2011 (ci-après la «contribution de l'Eurosystème 2011»).

<sup>(36)</sup> Article 24 du règlement MIF proposé.

<sup>(37)</sup> Voir la contribution de l'Eurosystème, p. 2.

<sup>(38)</sup> «Implementing OTC Derivatives Market Reforms — Report of the OTC Derivatives Working Group», 10 octobre 2010, ce rapport exposant que «les autorités devraient surveiller régulièrement les nouvelles activités sur le marché afin de contrôler dans quelle mesure les participants au marché sont susceptibles de négocier des contrats non normalisés aux seules fins d'éviter la compensation centrale et les exigences en matière de négociation; les autorités devraient prendre des mesures pour dissuader un tel comportement». Disponible sur le site internet du Conseil de stabilité financière (Financial Stability Board) à l'adresse suivante: <http://www.financialstabilityboard.org>

<sup>(39)</sup> Voir les modifications du considérant 47, de l'article 2, paragraphe 1, et de l'article 17, paragraphe 2, de la directive MIF proposée à l'annexe du présent avis.

<sup>(40)</sup> Voir l'article 23, paragraphe 3, du règlement MIF proposé.

- 10.4. Enfin, les exigences proposées à l'égard d'un marché réglementé<sup>(41)</sup> visant à ce qu'il dispose de systèmes, de procédures et de mécanismes efficaces devraient garantir que les systèmes de trading algorithmique ne donnent pas naissance ou ne contribuent pas à des conditions de négociation de nature à perturber le bon ordre du marché. À cet égard, la BCE accueille favorablement i) la fixation de conditions en vertu desquelles il convient de suspendre la négociation en cas de fluctuation importante des prix au sein d'un instrument financier sur ce marché, et ii) la fixation d'un plafond pour la proportion d'ordres non exécutés par rapport aux transactions et d'une limite pour le pas minimal de cotation sur le marché<sup>(42)</sup>. Si la BCE estime que la Commission devrait être habilitée à fixer un plafond pour la proportion d'ordres non exécutés par rapport aux transactions, la BCE considère qu'il n'est pas nécessaire de fixer une limite minimale pour la proportion d'ordres non exécutés par rapport aux transactions<sup>(43)</sup>.
11. *Limites et déclarations de positions concernant les instruments dérivés sur matières premières*
- 11.1. La directive MIF proposée prévoit que les États membres sont tenus de veiller à ce que les marchés réglementés, les opérateurs de MTF et d'OTF qui admettent à la négociation des instruments dérivés sur matières premières imposent des limites ou prennent d'autres dispositions ayant un effet équivalent, afin de favoriser la liquidité, de prévenir les abus de marché et de favoriser une cotation ordonnée et un règlement efficace pour les matières premières livrées physiquement<sup>(44)</sup>. Selon la directive MIF proposée, ces limites sont susceptibles d'être harmonisées par le biais d'actes délégués adoptés par la Commission<sup>(45)</sup>, et les autorités compétentes seront également habilitées à limiter des positions *ex ante* pour les instruments dérivés sur matières premières<sup>(46)</sup> pendant une période donnée, tandis que l'AEMF sera chargée de coordonner ces mesures et disposera de compétences spécifiques dans ce domaine<sup>(47)</sup>. La BCE se félicite de ces dispositions.
- 11.2. Eu égard aux limites relatives aux instruments dérivés sur matières premières, la BCE souligne toutefois l'importance de traiter de façon appropriée le risque d'arbitrage réglementaire et de distorsion de concurrence, non seulement dans les États membres mais aussi vis-à-vis d'autres principales places financières. En conséquence, il est primordial de convenir d'une approche commune dans ce domaine. Ceci peut être atteint en conférant à l'AEMF une mission visant tant l'élaboration de principes communs au niveau de l'Union que la coordination des mesures adoptées par les autorités nationales compétentes.
- 11.3. En outre, si la BCE approuve l'adoption de limites de positions<sup>(48)</sup>, il convient de clarifier davantage certains aspects. Cela vaut notamment pour la définition d'un seuil approprié, la période pendant laquelle ces limites devraient s'appliquer et l'utilisation des contrats de produits dérivés par les participants au marché<sup>(49)</sup>. Au demeurant, la BCE estime que les arguments selon lesquels le fait de limiter la prise de position contribuerait à améliorer la liquidité du marché nécessitent des précisions supplémentaires.
- 11.4. La directive MIF proposée prévoit<sup>(50)</sup> la déclaration des positions détenues par différentes catégories de traders. Par ailleurs, elle fera obligation aux marchés réglementés, MTF et OTF où sont négociés des instruments dérivés sur matières premières ou des instruments dérivés sur quotas d'émissions de publier un rapport hebdomadaire contenant les positions détenues. Les données relatives aux positions longues et courtes et celles relatives aux positions ouvertes seraient pertinentes pour apprécier le comportement des participants du marché, notamment en ce qui concerne le contrôle de la concentration des positions qu'ils détiennent.

<sup>(41)</sup> Voir l'article 51, paragraphe 3, de la directive MIF proposée.

<sup>(42)</sup> Cette approche est conforme au Final Report on Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency, octobre 2011, disponible sur le site internet de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (International Organization of Securities Commissions) à l'adresse suivante: <http://www.iosco.org>

<sup>(43)</sup> Voir la modification 10 de l'article 51, paragraphe 7, point c), de la directive MIF proposée à l'annexe du présent avis.

<sup>(44)</sup> Voir l'article 59 de la directive MIF proposée.

<sup>(45)</sup> Voir l'article 59, paragraphe 3, de la directive MIF proposée.

<sup>(46)</sup> Voir l'article 72, paragraphe 1, point g), de la directive MIF proposée.

<sup>(47)</sup> Voir l'article 59, paragraphe 4, de la directive MIF proposée et les articles 34 et 35 du règlement MIF proposé.

<sup>(48)</sup> Telles que visées à l'article 72, paragraphe 1, point g), de la directive MIF proposée.

<sup>(49)</sup> Voir OICV-IOSCO, Principles for the Regulation and Supervision of Commodity Derivatives Markets, Final Report, septembre 2011, qui retient que «l'imposition de limites fixes de position est en premier lieu perçue comme un instrument visant à éviter à l'avance une concentration du marché en fixant des limites de participation non commerciale à un contrat à divers mois du cycle de négociation du contrat», disponible sur le site Internet de l'Organisation internationale des commissions de valeurs à l'adresse suivante: <http://www.iosco.org>

<sup>(50)</sup> Voir l'article 60 de la directive MIF proposée.

## 12. *Protection des investisseurs et cadre de surveillance*

- 12.1. La BCE est favorable à ce que l'AEMF soit habilitée à temporairement interdire ou restreindre la commercialisation, la distribution ou la vente de certains instruments financiers, ou d'un type d'activité ou de pratique financière <sup>(51)</sup>. En considération du fait que l'intervention de l'AEMF est susceptible également d'écarter une menace pour le bon fonctionnement des marchés financiers ou pour la stabilité de tout ou partie du système financier <sup>(52)</sup>, la BCE recommande d'assurer une coordination appropriée avec le CERS sur ces questions <sup>(53)</sup>.
- 12.2. Il est nécessaire de suivre une approche réglementaire cohérente pour la distribution aux investisseurs de détail de différents produits financiers qui répondent à des besoins similaires de ceux-ci et posent des problèmes comparables en ce qui concerne leur protection <sup>(54)</sup>. Dans ce contexte, la BCE relève que la directive MIF proposée étend les exigences imposées, notamment en ce qui concerne les règles de conduite et les dispositions ayant trait aux conflits d'intérêts, à la vente de dépôts structurés, assortie ou non d'un conseil en investissement, par des établissements de crédit. À cet égard, la BCE souligne la nécessité de i) clarifier la définition de «dépôts structurés», ii) préciser le dispositif de règles protectrices des consommateurs applicable aux produits financiers, et iii) veiller à une approche cohérente pour les diverses initiatives législatives dans l'Union sur ces questions, comme par exemple la révision de la directive 94/19/CE du Parlement européen et du Conseil du 30 mai 1994 relative aux systèmes de garantie des dépôts <sup>(55)</sup>, ainsi que les travaux en cours relatifs aux produits d'investissement de détail. Aux fins d'assurer une approche cohérente dans l'ensemble des secteurs des services financiers, la BCE souligne en outre l'importance que revêt l'élaboration et la mise en œuvre en étroite coopération entre les AES, dans toute la mesure du possible, du cadre réglementaire et prudentiel relatif à la protection des investisseurs, par exemple en matière de pratiques de vente croisée <sup>(56)</sup>.
- 12.3. La BCE accueille également favorablement les propositions de la Commission relatives au conseil en investissement. S'il s'agit d'un pas dans la bonne direction, la BCE encourage la Commission à envisager d'autres mesures visant à renforcer la protection des investisseurs de détail comme, par exemple, l'amélioration de la culture financière <sup>(57)</sup>.
- 12.4. La directive MIF proposée <sup>(58)</sup> habilite les États membres à adopter des critères spécifiques pour l'évaluation de la compétence et des connaissances des municipalités et des pouvoirs publics locaux qui demandent à être traités comme des clients professionnels. Cette approche prend en considération le fait que la capacité de ces entités à évaluer les conséquences des engagements financiers varie sensiblement à travers l'Europe. Les finances publiques des États membres peuvent être gravement affectées par des erreurs lors de la prise de décision des entités publiques, ce qui est susceptible d'avoir une incidence préjudiciable sur la stabilité financière au niveau européen. Il pourrait également se révéler approprié de demander aux États membres d'élaborer des critères pour clarifier quelles catégories d'entités seraient éligibles pour être traitées comme des clients professionnels. Il serait également possible d'inviter l'AEMF à donner des orientations générales dans ce domaine.

## 13. *Entreprises de pays tiers*

- 13.1. La BCE accueille très favorablement le cadre harmonisé proposé pour les services fournis par des entreprises de pays tiers dans l'Union, et permettant aux entreprises qui établissent des succursales dans un État membre de fournir des services dans un autre État membre sans être tenu d'établir d'autres succursales. L'existence de règles harmonisées relatives à l'accès des entreprises de pays tiers réduira la fragmentation, assurera une plus grande égalité des conditions de concurrence parmi les États membres et renforcera la sécurité juridique pour l'ensemble des participants du marché étant donné que les conditions d'accès gagneront en prévisibilité. La BCE relève que pour éviter toute

<sup>(51)</sup> Article 31 du règlement MIF proposé. Voir également le considérant 12 et l'article 9, paragraphe 5, du règlement (UE) n° 1095/2010.

<sup>(52)</sup> Voir l'article 31, paragraphe 2, point a), du règlement MIF proposé.

<sup>(53)</sup> Voir aussi, de façon plus générale, le paragraphe 3.

<sup>(54)</sup> Voir à cet égard, la position exprimée en ce sens par la Commission en ce qui concerne les produits d'investissement de détail, au point 3.4.2 de l'exposé des motifs de la directive MIF proposée.

<sup>(55)</sup> JO L 135 du 31.5.1994, p. 5. Voir COM(2010) 368 final qui procède à la refonte de la directive 94/19/CE.

<sup>(56)</sup> Voir la modification 6 de l'article 24, paragraphe 7, deuxième alinéa, de la directive MIF proposée à l'annexe du présent avis.

<sup>(57)</sup> Voir également l'article 9, paragraphe 1, point b), du règlement (UE) n° 1095/2010.

<sup>(58)</sup> Voir l'annexe II (II.1) de la directive MIF proposée.



distorsion de marché, il est à la fois déterminant et nécessaire de garantir que les activités des entreprises de pays tiers respectent un niveau de protection des investisseurs et des normes réglementaires équivalents à ceux prévalant pour les entreprises de l'UE/EEE.

- 13.2. L'approche proposée fait une distinction entre les cas où la fourniture de services ou activités d'investissement aux clients de détail sera subordonnée à l'établissement d'une succursale, et ceux où il ne sera pas nécessaire d'établir de succursale pour fournir ces services. Ceci illustre le besoin d'améliorer le niveau de protection des clients de détail, auquel la directive MIF proposée répond en prévoyant notamment i) une décision de la Commission sur l'équivalence du régime de surveillance du pays tiers, ii) la soumission de la succursale à certaines des obligations prévues par la directive MIF, et iii) la surveillance par l'autorité compétente dans l'État membre où la succursale a obtenu l'agrément<sup>(59)</sup>. La BCE relève cependant qu'un niveau de protection effectivement équivalant pour les investisseurs de détail requiert que les accords de coopération avec le pays tiers veillent à ce que l'exigence concernant la suffisance du capital initial protège effectivement les investisseurs, étant donné que seule l'entreprise du pays tiers, et non la succursale, est détentrice de droits et d'obligations, et engage au final sa responsabilité envers les investisseurs. En outre, un règlement des litiges soumis au droit et aux juridictions du pays tiers est notamment susceptible de désavantager les investisseurs.

## B. Révision de la directive 2003/6/CE

### 14. Dispositions générales

- 14.1. Le champ d'application<sup>(60)</sup> de la réglementation sur les abus de marché est élargi pour inclure de nouveaux marchés, notamment de nouvelles plates-formes de négociation telles que les MTF et les OTF, et pour couvrir les instruments financiers négociés de gré à gré, y compris les produits dérivés. En outre, les comportements ou les transactions se rapportant à un instrument financier relevant du champ d'application du règlement MAR proposé sont couverts, même dans le cas où le comportement ou la transaction en question n'a pas lieu sur un marché réglementé, sur un MTF ou sur un OTF. La BCE est favorable à la proposition de la Commission d'élargir le champ d'application du cadre juridique de l'abus de marché dans la mesure où l'efficacité des règles applicables à l'abus de marché sera renforcée du fait de leur adaptation à l'innovation financière et à l'évolution technologique.
- 14.2. Les interdictions et obligations prévues par le règlement MAR proposé s'appliqueront également aux actions menées en dehors de l'Union<sup>(61)</sup> afin d'éviter le contournement de ces interdictions et obligations en déplaçant les activités en dehors de l'Union. La BCE estime essentiel de conclure des accords de coopération avec les pays tiers afin de contrôler et de sanctionner de manière efficace de tels comportements. À cet égard, la BCE se félicite que le règlement MAR proposé traite cette question et qu'il confie par ailleurs à l'AEMF la mission de coordonner et de faciliter ce processus en élaborant des documents type pour ces accords de coopération<sup>(62)</sup>. Dans ce contexte, la BCE recommande d'étendre les dispositions d'exclusion aux activités se rapportant à la politique monétaire et à la gestion de la dette publique dans certains cas également en dehors de l'Union.
- 14.3. La BCE accueille favorablement que le règlement MAR proposé vienne préciser certaines situations de manipulation de marché<sup>(63)</sup> en faisant référence aux nouvelles techniques de négociation telles que le trading algorithmique, y compris le trading haute fréquence. Comme exposé ci-dessus, si le trading algorithmique peut avoir un but légitime, il peut aussi présenter un risque considérable car il est susceptible de perturber le fonctionnement régulier du marché et d'augmenter la volatilité, ce qui ne serait pas dans l'intérêt public. La BCE est par conséquent favorable à un contrôle strict de ces techniques de négociation aux fins de protéger le bon fonctionnement du marché et l'intérêt public.
- 14.4. Le règlement MAR proposé<sup>(64)</sup> considère implicitement comme une manipulation de marché ou une tentative de manipulation de marché le fait de négocier au moment de la clôture du marché. Toutefois, de nombreux marchés présentent des volumes de transactions plus élevés à l'ouverture et à la clôture de la journée, lorsque les positions sont liquidées, ou les positions overnight sont

<sup>(59)</sup> Article 43, paragraphe 2, de la directive MIF proposée.

<sup>(60)</sup> Voir l'article 2 du règlement MAR proposé.

<sup>(61)</sup> Article 2, paragraphe 4, du règlement MAR proposé.

<sup>(62)</sup> Article 20 du règlement MAR proposé.

<sup>(63)</sup> Voir l'article 8, paragraphe 3, du règlement MAR proposé et la modification 16 y afférente, à l'annexe du présent avis.

<sup>(64)</sup> Voir l'article 8, paragraphe 3, point b), du règlement MAR proposé.

traitées ou encore lorsque des informations spécifiques peuvent être communiquées aux marchés. À cet égard, la BCE recommanderait d'analyser de façon plus détaillée ou d'améliorer cette définition de la manipulation de marché.

15. *Définition de l'information privilégiée*

La BCE est favorable au champ d'application retenu par la définition de l'information privilégiée<sup>(65)</sup>. Cependant, la référence aux matières premières<sup>(66)</sup> suggère que le marché au comptant d'une matière première donnée peut servir à manipuler le marché d'instruments dérivés lié à cette matière première ou à d'autres matières premières, et vice versa. Il est également indiqué<sup>(67)</sup> qu'il convient de ne pas étendre le champ d'application du règlement MAR proposé à des comportements qui ne touchent pas à des instruments financiers, par exemple à la négociation de contrats sur matières premières au comptant concernant uniquement le marché au comptant. À cet égard, il convient de retenir une définition plus claire étant donné que le règlement MAR<sup>(68)</sup> proposé suppose de manière implicite que les marchés au comptant et les marchés d'instruments dérivés sont interconnectés tant en ce qui concerne les matières premières que les pays, et qu'il est difficile d'appréhender la catégorie de négociation au comptant susceptible d'affecter uniquement le marché au comptant.

16. *Publication d'informations privilégiées présentant une importance systémique*

16.1. Le règlement MAR proposé fait obligation à l'émetteur d'un instrument financier d'informer le public dans les plus brefs délais des informations privilégiées qui concernent directement l'émetteur<sup>(69)</sup>. Parallèlement, le règlement MAR proposé maintient la disposition prévue par la directive 2003/6/CE selon laquelle l'émetteur peut différer la publication d'une information privilégiée à la condition que i) l'omission ne risque pas d'induire le public en erreur, et que ii) la confidentialité de l'information puisse être assurée. Dès lors que l'émetteur a eu recours à cette possibilité de différer la publication d'une information privilégiée, il en informe l'autorité compétente immédiatement après avoir communiqué l'information pour lui permettre de contrôler ex post si les conditions prévalant au report sont réunies<sup>(70)</sup>. En outre, le règlement MAR proposé introduit une nouvelle disposition dans les règles relatives à la publication, selon laquelle une autorité compétente peut autoriser ex ante l'émetteur à différer la publication d'une information privilégiée à condition que i) l'information présente une importance systémique, ii) qu'il soit dans l'intérêt public de différer sa publication, et que iii) la confidentialité de cette information puisse être assurée<sup>(71)</sup>.

16.2. Comme la BCE l'a mentionné dans un avis antérieur<sup>(72)</sup>, la BCE soutient le renforcement de la réglementation relative au report de la publication que poursuit le règlement MAR proposé. Il peut s'avérer nécessaire d'apprécier l'intérêt général d'une telle publication par rapport au besoin de préserver la confidentialité, tout au moins pendant une période limitée, soit dans l'intérêt de l'émetteur, soit dans l'intérêt public. Le report de la publication peut intervenir dans deux hypothèses, à savoir i) dans l'intérêt de l'émetteur et sous sa propre responsabilité<sup>(73)</sup>, ou ii) dans l'intérêt public et après autorisation donnée par l'autorité compétente<sup>(74)</sup>. La BCE accueille favorablement cette exception d'intérêt public qui est assortie de la condition que l'information doit revêtir une importance systémique, ce qui permet de tenir compte des questions de stabilité financière telles qu'elles peuvent notamment se poser dans le cas où l'émetteur reçoit l'aide d'urgence en cas de crise de liquidité.

16.3. Dans le cas d'établissements financiers, l'appréciation de l'importance systémique de l'information et de l'intérêt public de différer la publication devrait intervenir en étroite coopération avec la banque centrale nationale concernée et l'autorité nationale chargée de la surveillance et, si elle diffère de la banque centrale ou de l'autorité de surveillance, avec l'autorité macroprudentielle nationale. Afin de garantir que ces autorités seront associées en temps voulu, il convient de mettre en place au niveau national des procédures appropriées et efficaces, étayées par des principes élaborés au niveau de

<sup>(65)</sup> Voir l'article 6, paragraphe 1, point b), du règlement MAR proposé.

<sup>(66)</sup> Voir le considérant 15 et l'article 2, paragraphe 3, du règlement MAR proposé.

<sup>(67)</sup> Voir le point 3.4.1.2 de l'exposé des motifs et le considérant 15 du règlement MAR proposé.

<sup>(68)</sup> Voir le considérant 15 du règlement MAR proposé.

<sup>(69)</sup> Voir l'article 12, paragraphe 1, du règlement MAR proposé.

<sup>(70)</sup> Voir l'article 12, paragraphe 4 du règlement MAR proposé; voir le point 3.4.3.2. de l'exposé des motifs du règlement MAR proposé et l'article 6, paragraphe 2, de la directive 2003/6/CE.

<sup>(71)</sup> Voir l'article 12, paragraphe 5, du règlement MAR proposé.

<sup>(72)</sup> Voir le point 2 de l'avis CON/2010/6 de la BCE du 11 janvier 2010 sur une proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant les directives 2003/71/CE et 2004/109/CE (JO C 19 du 26.1.2010, p. 1).

<sup>(73)</sup> Article 12, paragraphe 4, du règlement MAR proposé.

<sup>(74)</sup> Cf. note 71.

l'Union. Dès lors que le report de la publication est motivé par l'importance systémique de l'information et l'intérêt public, l'autorité compétente devrait être habilitée à décider de différer la publication. Il peut être nécessaire de maintenir la confidentialité notamment des informations portant sur les prêts ou les autres facilités de liquidité accordés par une banque centrale à un établissement de crédit particulier, y compris l'aide d'urgence en cas de crise de liquidité, afin de contribuer à la stabilité du système financier dans son ensemble et de préserver la confiance du public en période de crise <sup>(75)</sup>.

17. *Sanctions pénales applicables aux opérations d'initiés et aux manipulations de marché*

17.1. La BCE accueille favorablement les dispositions de la directive MAD proposée définissant des règles minimales relatives aux sanctions pénales pour les formes les plus graves d'abus de marché. Ces règles sont essentielles en vue d'assurer l'efficacité et le succès du cadre législatif et, partant, la mise en œuvre effective de la politique de l'Union dans le domaine de la lutte contre l'abus de marché. En outre, il est déterminant pour la règle de droit que des régimes de sanctions identiques, forts et dissuasifs existent pour les délits financiers, et que les sanctions soient appliquées de façon cohérente et effective, ce qui est bénéfique au maintien de la stabilité financière.

17.2. La BCE se félicite que la directive MAD <sup>(76)</sup> proposée contienne des dispositions traitant de la responsabilité des personnes morales car retenir une responsabilité au niveau de l'entreprise est de nature à créer les incitations adéquates pour une surveillance interne plus stricte et des contrôles, ce qui favorise une gouvernance d'entreprise saine et la discipline du marché. La réussite de la mise en place de ces dispositions et la réalisation des objectifs visés requièrent toutefois qu'il soit dûment tenu compte des spécificités propres aux régimes juridiques nationaux étant donné que la notion de responsabilité pénale des personnes morales n'existe pas dans tous les États membres.

L'annexe ci-jointe contient des suggestions de rédaction spécifiques, accompagnées d'une explication, lorsque la BCE recommande de modifier les directives MIF et MAD proposées ainsi que les règlements MIF et MAR proposés.

Fait à Francfort-sur-le-Main, le 22 mars 2012.

*Le président de la BCE*

Mario DRAGHI

---

<sup>(75)</sup> Voir les modifications 14, 15 et 17 à l'annexe du présent avis.

<sup>(76)</sup> Voir l'article 7 de la directive MAD proposée.

## ANNEXE

## Suggestions de rédaction concernant la directive MIF proposée

Texte proposé par la Commission	Modifications suggérées par la BCE <sup>(1)</sup>
<b>Modification 1</b>	
Considérant 47 de la directive MIF proposée	
<p>«(47) Le meilleur moyen de réduire les risques potentiels liés à une utilisation accrue des technologies est de soumettre à des contrôles spécifiques des risques les entreprises qui pratiquent le trading algorithmique ou haute fréquence, tout en appliquant d'autres mesures aux opérateurs des plates-formes d'exécution auxquelles accèdent ces entreprises. Il est souhaitable de veiller à ce que toutes les entreprises de trading haute fréquence bénéficient d'un agrément lorsqu'elles sont des membres directs d'une plate-forme de négociation. Cela devrait permettre de garantir qu'elles sont soumises aux exigences organisationnelles prévues par la présente directive et qu'elles font l'objet d'une surveillance adéquate.»</p>	<p>«(47) Le meilleur moyen de réduire les risques potentiels liés à une utilisation accrue des technologies est de soumettre à des contrôles spécifiques des risques les entreprises qui pratiquent le trading algorithmique ou haute fréquence, tout en appliquant d'autres mesures aux opérateurs des plates-formes d'exécution auxquelles accèdent ces entreprises. Il est souhaitable de veiller à ce que <b>le trading algorithmique et le</b> <del>toutes les entreprises de trading haute fréquence</del> <b>soient considérés comme des services ou activités d'investissement y compris lorsqu'ils sont fournis pour compte propre.</b> <del>bénéficient d'un agrément lorsqu'elles sont des membres directs d'une plate-forme de négociation.</del> Cela devrait permettre de garantir <b>que les entreprises qui fournissent ces activités sont agréées comme entreprises d'investissement</b> et qu'elles sont soumises aux exigences organisationnelles prévues par la présente directive et qu'elles font l'objet d'une surveillance adéquate.»</p>
Explication	
<p><i>Il convient de veiller à la cohérence entre le considérant mentionné ci-dessus et l'article 17 de la directive MIF proposée tant en ce qui concerne le trading haute fréquence que le trading algorithmique, et de clarifier que les entreprises sont soumises à un agrément étant donné que ces activités sont considérées comme des services d'investissement. En effet, le trading algorithmique effectué par le biais d'un accès indirect aux plates-formes de négociation ne présente pas moins de risques pour les marchés financiers et la stabilité que le trading algorithmique effectué par un membre direct d'une plate-forme de négociation. Voir également la modification de l'article 2 de la directive MIF proposée.</i></p>	
<b>Modification 2</b>	
Considérant 108 de la directive MIF proposée	
<p>«(108) L'adoption de normes techniques dans le domaine des services financiers devrait garantir une harmonisation cohérente et une protection adéquate des déposants, des investisseurs et des consommateurs dans l'ensemble de l'Union. Il serait rationnel et approprié de charger l'AEMF, en tant qu'organe doté d'une expertise hautement spécialisée, d'élaborer des projets de normes techniques de réglementation et d'exécution n'impliquant pas de choix politiques et de les soumettre à la Commission.»</p>	<p>«(108) L'adoption de normes techniques dans le domaine des services financiers devrait garantir une harmonisation cohérente et une protection adéquate des déposants, des investisseurs et des consommateurs dans l'ensemble de l'Union. Il serait rationnel et approprié de charger l'AEMF, en tant qu'organe doté d'une expertise hautement spécialisée, d'élaborer des projets de normes techniques de réglementation et d'exécution n'impliquant pas de choix politiques et de les soumettre à la Commission. <b>Afin de garantir une protection cohérente des investisseurs et des consommateurs dans l'ensemble des secteurs des services financiers, l'AEMF devrait, dans toute la mesure du possible, assumer les missions qui lui sont dévolues en étroite coopération avec les deux autres AES dans le cadre du comité mixte.</b>»</p>
Explication	
<p><i>Afin de garantir une protection cohérente des investisseurs et des consommateurs dans l'ensemble des secteurs des services financiers, l'AEMF devrait, dans toute la mesure du possible, coopérer étroitement avec les deux autres AES dans le cadre du comité mixte.</i></p>	
<b>Modification 3</b>	
Article 2 de la directive MIF proposée	
<p>«1. La présente directive ne s'applique pas: [...] d) aux personnes qui ne fournissent aucun service ou activité d'investissement autre que la négociation pour son compte propre compte à moins i) qu'elles ne soient teneurs de marché,</p>	<p>«1. La présente directive ne s'applique pas: [...] d) aux personnes qui ne fournissent aucun service ou activité d'investissement autre que la négociation pour son compte propre à moins i) qu'elles ne soient teneurs de marché,</p>

Texte proposé par la Commission	Modifications suggérées par la BCE <sup>(1)</sup>
<p>ii) qu'elles ne soient membres ou participants d'un marché réglementé ou d'un système multilatéral de négociation (multilateral trading facility, ci-après «MTF») ou</p> <p>iii) qu'elles ne négocient pour compte propre en exécutant les ordres de clients;</p> <p>cette exemption ne s'applique pas aux personnes bénéficiant de l'exemption en vertu de l'article 2, paragraphe 1, point i), qui négocient des instruments financiers pour compte propre en tant que membres ou participants d'un marché réglementé ou d'un MTF, y compris en tant que teneurs de marché en rapport avec des instruments dérivés sur matières premières, des quotas d'émission ou des instruments dérivés sur ces derniers;</p> <p>[...]</p>	<p>ii) qu'elles ne soient membres ou participants d'un marché réglementé ou d'un système multilatéral de négociation (multilateral trading facility, ci-après «MTF»),</p> <p><b>iii) qu'elles ne recourent au trading algorithmique, ou</b></p> <p>iv) qu'elles ne négocient pour compte propre en exécutant les ordres de clients;</p> <p>cette exemption ne s'applique pas aux personnes bénéficiant de l'exemption en vertu de l'article 2, paragraphe 1, point i), qui négocient des instruments financiers pour compte propre en tant que membres ou participants d'un marché réglementé ou d'un MTF, y compris en tant que teneurs de marché en rapport avec des instruments dérivés sur matières premières, des quotas d'émission ou des instruments dérivés sur ces derniers;</p> <p>[...]</p>

*Explication*

*Il convient de fixer les exigences envers les entreprises effectuant du trading algorithmique et du trading haute fréquence sans distinguer selon qu'elles négocient pour le compte de clients ou pour compte propre, étant donné que la négociation pour compte propre n'évacue pas le risque rendant nécessaire de réglementer et de surveiller le trading algorithmique au vu du degré de complexité, de sensibilité et de gravité des risques générés et des questions soulevées par ce type d'activité de négociation.*

**Modification 4**

Article 9, paragraphe 6, de la directive MIF proposée

<p>(c) définit, approuve et supervise une politique relative aux services, activités, produits et opérations proposés ou fournis par l'entreprise, conformément à la tolérance au risque de l'entreprise et aux caractéristiques et besoins des clients auxquels ils seront proposés ou fournis, y compris en effectuant, au besoin, des simulations de crise appropriées;»</p>	<p>(c) définit, approuve et supervise une politique relative aux services, activités, produits et opérations proposés ou fournis par l'entreprise, conformément à la tolérance au risque de l'entreprise et aux caractéristiques et besoins des clients auxquels ils seront proposés ou fournis, y compris en effectuant, au besoin, des simulations de crise appropriées;</p> <p><b>c bis) définit, approuve et supervise la rémunération du personnel commercial pratiquée par l'entreprise, laquelle doit être conçue de manière à favoriser un comportement responsable dans le cadre professionnel ainsi qu'une égalité de traitement des consommateurs, et à éviter les conflits d'intérêts. La structure de la rémunération devrait, le cas échéant, être communiquée aux clients, notamment dans les cas où il n'est pas possible de gérer ou d'éviter les conflits d'intérêts potentiels.»</b></p>
---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

*Explication*

*Il convient de souligner le principe contenu dans la directive MIF proposée <sup>(2)</sup> concernant la responsabilité de l'organe de direction dans le domaine de la rémunération du personnel commercial. La modification proposée vise à promouvoir des systèmes de gouvernance d'entreprise solides en matière de politique de rémunération des établissements dont l'activité n'est pas exclusivement bancaire. En raison de la nature spécifique de cette activité et des conséquences nuisibles que des systèmes de rémunération inappropriés sont susceptibles d'entraîner pour les consommateurs, il est nécessaire de fixer dans ce domaine des exigences communes applicables à l'ensemble des entreprises d'investissement, en vue d'assurer un comportement responsable dans le cadre professionnel ainsi qu'une égalité de traitement des consommateurs, et d'éviter les conflits d'intérêts, en toute cohérence avec la proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement <sup>(3)</sup>, et en conformité avec les principes de l'OCDE <sup>(4)</sup>.*

**Modification 5**

Article 17, paragraphe 2, de la directive MIF proposée

<p>«2. Une entreprise d'investissement recourant au trading algorithmique communique au moins une fois par an à l'autorité compétente de son État membre d'origine une description de la nature de ses stratégies de trading algorithmique et des informations détaillées sur les paramètres de négociation ou les limites auxquelles le système est soumis, sur les principaux contrôles de conformité et des risques mis en place pour garantir que les conditions prévues au paragraphe 1 sont remplies sur les tests conduits sur ses systèmes. Une autorité compétente peut à tout moment demander à une entreprise d'investissement des informations complémentaires sur son trading algorithmique et sur les systèmes utilisés pour celui-ci.»</p>	<p>«2. Une entreprise d'investissement recourant au trading algorithmique communique au moins une fois par an à l'autorité compétente de son État membre d'origine une description de la nature de ses stratégies de trading algorithmique et des informations détaillées sur les paramètres de négociation ou les limites auxquelles le système est soumis, sur les principaux contrôles de conformité et des risques mis en place pour garantir que les conditions prévues au paragraphe 1 sont remplies sur les tests conduits sur ses systèmes. <b>Une entreprise d'investissement est tenue, à la demande d'une autorité compétente, de soumettre</b> <del>peut à tout moment demander à une entreprise d'investissement</del> des informations complémentaires sur son trading algorithmique et sur les systèmes utilisés pour celui-ci.»</p>
-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------



Texte proposé par la Commission	Modifications suggérées par la BCE (1)
---------------------------------	----------------------------------------

## Explication

L'article 17, paragraphe 2, de la directive MIF proposée devrait garantir que les entreprises d'investissement fournissent aux autorités compétentes toutes les informations complémentaires sollicitées.

**Modification 6**

Article 24, paragraphe 7, de la directive MIF proposée

<p>«7. Lorsqu'un service d'investissement est proposé avec un autre service ou produit dans le cadre d'une offre groupée ou comme condition à l'obtention de l'accord ou de l'offre groupée, l'entreprise d'investissement indique au client s'il est possible d'acheter séparément les différents éléments et fournit des justificatifs séparés des coûts et frais inhérents à chaque élément.</p> <p>L'AEMF élabore au plus tard le [], puis met à jour périodiquement, des orientations pour l'évaluation et la surveillance des pratiques de vente croisée indiquant, en particulier, les situations dans lesquelles celles-ci ne sont pas conformes aux obligations prévues au paragraphe 1.»</p>	<p>«7. Lorsqu'un service d'investissement est proposé avec un autre service ou produit dans le cadre d'une offre groupée ou comme condition à l'obtention de l'accord ou de l'offre groupée, l'entreprise d'investissement indique au client s'il est possible d'acheter séparément les différents éléments et fournit des justificatifs séparés des coûts et frais inhérents à chaque élément.</p> <p>L'AEMF, <b>en coopération avec l'ABE et l'AEAPP en comité mixte</b>, élabore au plus tard le [], puis met à jour périodiquement, des orientations pour l'évaluation et la surveillance des pratiques de vente croisée indiquant, en particulier, les situations dans lesquelles celles-ci ne sont pas conformes aux obligations prévues au paragraphe 1.»</p>
--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

## Explication

La coopération entre les trois AES lors de l'élaboration de lignes directrices revêt une importance primordiale en matière de vente croisée étant donné que cette situation implique clairement différents secteurs financiers tels que le secteur de l'assurance et le secteur bancaire.

**Modification 7**

Article 36, paragraphe 8, deuxième alinéa, de la directive MIF proposée

<p>«L'AEMF soumet ces projets de normes techniques de réglementation à la Commission au plus tard le [31 décembre 2016].»</p>	<p>«L'AEMF soumet ces projets de normes techniques de réglementation à la Commission au plus tard le [31 décembre 2016<del>3</del>].»</p>
-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

## Explication

L'AEMF soumet les normes à la Commission TARGET2-Titres (T2S) avant la date de lancement en juin 2015, dans tous les cas avant le 31 décembre 2016. Il est proposé de retenir cette suggestion de rédaction pour modifier également l'article 36, paragraphe 9, et l'article 37, paragraphes 11 et 12, de la directive MIF proposée. En vertu de ces articles, l'AEMF est tenue d'élaborer des normes techniques visant à étayer les mesures nécessaires pour faire bénéficier les entreprises d'investissement de la liberté de prestation des services et d'exercice des activités d'investissement transfrontaliers ainsi que de la liberté d'établissement d'une succursale. Cette condition est importante pour la concurrence et l'intégration des marchés financiers et elle est susceptible d'influencer favorablement l'efficacité des règlements transfrontaliers et leurs volumes dans T2S.

**Modification 8**

Article 39, paragraphe 2, deuxième alinéa, de la directive MIF proposée

<p>«Cette appréciation de l'autorité compétente pour le marché réglementé est sans préjudice des compétences des banques centrales nationales dans leur rôle de supervision des systèmes de compensation ou d'autres autorités chargées de la surveillance de ces systèmes. L'autorité compétente tient compte de la supervision et/ou de la surveillance déjà exercées par ces institutions afin d'éviter la répétition injustifiée des contrôles.»</p>	<p>«Cette appréciation de l'autorité compétente pour le marché réglementé est sans préjudice des compétences des banques centrales <del>nationales</del> <b>concernées</b> dans leur rôle de supervision des systèmes de compensation ou d'autres autorités chargées de la surveillance de ces systèmes. L'autorité compétente tient compte de la supervision et/ou de la surveillance déjà exercées par ces institutions afin d'éviter la répétition injustifiée des contrôles.»</p>
----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

## Explication

Les banques centrales chargées de la surveillance des systèmes de compensation et de règlement comprennent la BCE, ne se limitant pas aux banques centrales nationales.

Il devrait être envisagé de retenir la même suggestion de rédaction pour modifier également l'article 40, paragraphe 2, deuxième alinéa, et l'article 57, paragraphe 2, deuxième alinéa, de la directive MIF proposée.

Texte proposé par la Commission

Modifications suggérées par la BCE (1)

**Modification 9**

Article 41, paragraphe 1, point g), de la directive MIF proposée

«g) l'entreprise a demandé à adhérer à un système d'indemnisation des investisseurs agréé ou reconnu conformément à la directive 97/9/CE du Parlement européen et du Conseil du 3 mars 1997 relative aux systèmes d'indemnisation des investisseurs.»

«g) l'entreprise **est, au moment de l'agrément, membre d'a demandé à adhérer** à un système d'indemnisation des investisseurs agréé ou reconnu conformément à la directive 97/9/CE du Parlement européen et du Conseil du 3 mars 1997 relative aux systèmes d'indemnisation des investisseurs.»

*Explication*

*Afin d'assurer d'une manière efficace la protection des clients de détail, il convient de retenir l'appartenance au système, et non une simple demande d'adhésion au système, comme condition préalable à l'agrément en application des dispositions relatives aux entreprises d'investissement établies dans l'Union (voir l'article 14 de la directive MIF proposée et l'article 2, paragraphe 1, de la directive 97/9/CE qui y est mentionnée). La BCE souligne en outre la nécessité de veiller à la cohérence du régime prévu par la directive MIF proposée avec l'article 11 de la directive 97/9/CE qui laisse aux États membres la faculté de vérifier si la succursale dispose dans le pays tiers où l'entreprise a son siège social d'une couverture équivalente à celle prévue par la réglementation de l'Union.*

**Modification 10**

Article 51, paragraphe 7, de la directive MIF proposée

«7. Le pouvoir d'adopter des actes délégués est conféré à la Commission conformément à l'article 94 en ce qui concerne les exigences énoncées dans le présent article, et notamment celles consistant à:

[...]

c) fixer les proportions maximale et minimale d'ordres non exécutés par rapport aux transactions que les marchés réglementés peuvent adopter et déterminer des pas minimum de cotation qui devraient être adoptés;»

«7. Le pouvoir d'adopter des actes délégués est conféré à la Commission conformément à l'article 94 en ce qui concerne les exigences énoncées dans le présent article, et notamment celles consistant à:

[...]

c) fixer **lales** proportions maximale **et minimale** d'ordres non exécutés par rapport aux transactions que les marchés réglementés peuvent adopter et déterminer des pas minimum de cotation qui devraient être adoptés;»

*Explication*

*Il n'y a pas de raison économique évidente pour fixer une proportion maximale d'ordres non exécutés.*

**Modification 11**

Article 91 de la directive MIF proposée

*«Article 91*

Coopération et échange d'informations avec l'AEMF

1. Les autorités compétentes coopèrent avec l'AEMF aux fins de la présente directive, conformément au règlement (UE) n° 1095/2010.

2. Les autorités compétentes fournissent dans les plus brefs délais à l'AEMF toutes les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission au titre de la présente directive et conformément à l'article 35 du règlement (UE) n° 1095/2010.»

*«Article 91*Coopération et échange d'informations avec l'AEMF, **au sein du Système européen de surveillance financière (SESF) et avec le Système européen de banques centrales (SEBC)**

1. **Les autorités compétentes, en tant que parties au SESF, coopèrent dans un esprit de confiance et de respect mutuel total, notamment afin que circulent entre elles et les autres parties au SESF des informations appropriées et fiables, conformément au principe de coopération loyale prévu à l'article 4, paragraphe 3, du traité sur l'Union européenne.**

‡ 2. Les autorités compétentes coopèrent avec l'AEMF aux fins de la présente directive, conformément au règlement (UE) n° 1095/2010.

‡ 3. Les autorités compétentes fournissent dans les plus brefs délais à l'AEMF toutes les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission au titre de la présente directive et conformément à l'article 35 du règlement (UE) n° 1095/2010, **et elles fournissent, le cas échéant, aux banques centrales du SEBC toutes les informations pertinentes pour l'accomplissement de leurs missions respectives.**»

Texte proposé par la Commission	Modifications suggérées par la BCE <sup>(1)</sup>
---------------------------------	---------------------------------------------------

## Explication

Dans un souci de clarté et de sécurité juridiques, la directive MIF proposée devrait refléter le principe de coopération élaboré dans le contexte de la réforme de la surveillance financière européenne. En outre, il convient d'améliorer les dispositifs d'échange d'informations pour les banques centrales du SEBC, y compris la BCE. La BCE recommande d'introduire des modifications similaires dans les autres directives pertinentes du secteur financier, s'il y a lieu; voir également la modification 3 portant sur l'article 7 de la directive proposée dans l'avis CON/2012/5 de la BCE.

<sup>(1)</sup> Les caractères gras dans le corps du texte indiquent les nouveaux passages suggérés par la BCE. Les caractères barrés dans le corps du texte indiquent les passages que la BCE propose de supprimer.

<sup>(2)</sup> Voir le considérant 39 de la directive MIF.

<sup>(3)</sup> Voir COM(2011) 453 final.

<sup>(4)</sup> Voir les Principes de haut niveau du G20 sur la protection financière des consommateurs élaborés par l'OCDE (15 octobre 2011) selon lesquels la rémunération du personnel commercial pratiquée par l'entreprise «doit être conçue de manière à favoriser un comportement responsable dans le cadre professionnel ainsi qu'une égalité de traitement des consommateurs, et à éviter les conflits d'intérêts. La structure de la rémunération devrait, le cas échéant, être communiquée aux clients, notamment dans les cas où il n'est pas possible de gérer ou d'éviter les conflits d'intérêts potentiels.»

## Suggestions de rédaction concernant le règlement MIF proposé

Texte proposé par la Commission	Modifications suggérées par la BCE <sup>(1)</sup>
---------------------------------	---------------------------------------------------

## Modification 12

Article premier, paragraphe 5 (nouveau), du règlement MIF proposé

Aucun texte	«5. <b>Les obligations de transparence post-négociation pour les transactions visées aux articles 19 et 20, et l'obligation de déclarer les transactions prévue à l'article 23 ne s'appliquent pas aux opérations auxquelles une banque centrale du SEBC est contrepartie.</b> »
-------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

## Explication

Voir le point 7 du présent avis.

## Modification 13

Article 23 du règlement MIF proposé

«2. L'obligation prévue au paragraphe 1 ne s'applique pas aux instruments financiers qui ne sont pas admis à la négociation ou négociés sur un MTF ou un OTF, aux instruments financiers dont la valeur ne dépend pas de celle d'un instrument financier admis à la négociation ou négocié sur un MTF ou un OTF, ni aux instruments financiers qui n'influent pas ou ne sont pas susceptibles d'influer sur un instrument financier admis à la négociation ou négocié sur un MTF ou un OTF.	«2. L'obligation prévue au paragraphe 1 ne s'applique pas aux instruments financiers qui ne sont pas admis à la négociation <b>sur un marché réglementé</b> ou négociés sur un MTF ou un OTF, aux instruments financiers dont la valeur ne dépend pas de celle d'un instrument financier admis à la négociation <b>sur un marché réglementé</b> ou négocié sur un MTF ou un OTF, ni aux instruments financiers qui n'influent pas ou ne sont pas susceptibles d'influer sur un instrument financier admis à la négociation ou négocié sur un MTF ou un OTF.
[...]	[...]
7. Lorsque, conformément à l'article 37, paragraphe 8, de la directive [nouvelle MIFID], les déclarations prévues au présent article sont transmises à l'autorité compétente de l'État membre d'accueil, celle-ci communique ces informations aux autorités compétentes de l'État membre d'origine de l'entreprise d'investissement, sauf si ces dernières décident qu'elles ne souhaitent pas les recevoir.	7. Lorsque, conformément à l'article 37, paragraphe 8, de la directive [nouvelle MIFID], les déclarations prévues au présent article sont transmises à l'autorité compétente de l'État membre d'accueil, celle-ci communique ces informations aux autorités compétentes de l'État membre d'origine de l'entreprise d'investissement, sauf si ces dernières décident qu'elles ne souhaitent pas les recevoir.
<b>Les autorités compétentes communiquent toutes les informations reçues en application du présent article à un système unique, désigné par l'AEMF, aux fins de déclaration des transactions au niveau européen. Le système unique permettra aux autorités compétentes concernées d'accéder à toutes les informations transmises en application du présent article.</b>	<b>Les autorités compétentes communiquent toutes les informations reçues en application du présent article à un système unique, désigné par l'AEMF, aux fins de déclaration des transactions au niveau européen. Le système unique permettra aux autorités compétentes concernées d'accéder à toutes les informations transmises en application du présent article.</b>
8. L'AEMF élabore des projets de normes techniques de réglementation précisant:	8. L'AEMF élabore des projets de normes techniques de réglementation précisant:
[...]	[...]

Texte proposé par la Commission	Modifications suggérées par la BCE <sup>(1)</sup>
<p>Le pouvoir d'adopter les normes techniques de réglementation visées au premier alinéa conformément aux articles 10 à 14 du règlement (UE) n° 1095/2010 est délégué à la Commission.</p> <p>9. Deux ans après l'entrée en vigueur du présent règlement, l'AEMF remet à la Commission un rapport sur le fonctionnement du présent article, indiquant notamment si le contenu et le format des déclarations de transactions que les autorités compétentes reçoivent et s'échangent entre elles leur permettent de surveiller de manière exhaustive les activités des entreprises d'investissement, conformément à l'article 21. La Commission peut prendre des mesures pour proposer quelque modification que ce soit, y compris des modifications prévoyant que les transactions, au lieu d'être communiquées aux autorités compétentes, soient communiquées à un système, désigné par l'AEMF, qui permette aux autorités compétentes concernées d'accéder à toutes les informations transmises en application du présent article.»</p>	<p><b>d) le traitement du système unique visé au paragraphe 7, et les procédures pour l'échange d'informations entre ce système et les autorités compétentes.</b></p> <p>Le pouvoir d'adopter les normes techniques de réglementation visées au premier alinéa conformément aux articles 10 à 14 du règlement (UE) n° 1095/2010 est délégué à la Commission.</p> <p>9. Deux ans après l'entrée en vigueur du présent règlement, l'AEMF remet à la Commission un rapport sur le fonctionnement du présent article, indiquant notamment si le contenu et le format des déclarations de transactions que les autorités compétentes reçoivent et <del>s'échangent</del> <b>avec le système unique visé au paragraphe 7</b> <del>entre elles</del> leur permettent de surveiller de manière exhaustive les activités des entreprises d'investissement, conformément à l'article 21. La Commission peut prendre des mesures pour proposer quelque modification que ce soit, y compris des modifications prévoyant que les transactions, au lieu d'être communiquées aux autorités compétentes, soient communiquées <b>exclusivement au système unique visé au paragraphe 7, désigné par l'AEMF, qui permette aux autorités compétentes concernées d'accéder à toutes les informations transmises en application du présent article.</b></p>

## Explication

Les informations résultant de la déclaration des transactions devraient être facilement accessibles au niveau européen dans un système unique désigné par l'AEMF, et ce le plus vite possible sans attendre le résultat possible d'une révision du règlement MIF proposé intervenant dans les deux années suivant son entrée en vigueur.

La référence aux marchés réglementés à l'article 23, paragraphe 2, combinée à la référence aux MTF et OTF, clarifie que l'expression «admis à la négociation» se réfère, comme dans l'ensemble du règlement MIR, aux instruments financiers qui sont négociés sur les marchés réglementés.

(<sup>1</sup>) Les caractères gras dans le corps du texte indiquent les nouveaux passages suggérés par la BCE. Les caractères barrés dans le corps du texte indiquent les passages que la BCE propose de supprimer.

## Suggestions de rédaction concernant le règlement MAR proposé

Texte proposé par la Commission	Modifications suggérées par la BCE <sup>(1)</sup>
---------------------------------	---------------------------------------------------

## Modification 14

Considérant 25 du règlement MAR proposé

<p>«(25) Lorsqu'un établissement financier reçoit une aide d'urgence sous forme de prêt, il peut être dans le meilleur intérêt de la stabilité financière que la publication des informations privilégiées soit retardée lorsque ces informations sont d'importance systémique. Les autorités compétentes devraient donc être habilitées à autoriser la publication différée d'informations privilégiées.»</p>	<p>«(25) <del>Lorsqu'un établissement financier reçoit une aide d'urgence sous forme de prêt,</del> Parfois, il peut être dans le meilleur intérêt de la stabilité financière que la publication des informations privilégiées soit retardée lorsque ces informations sont d'importance systémique. Les autorités compétentes devraient donc être habilitées à <del>autoriser</del> <b>décider</b> de la publication différée d'informations privilégiées.</p> <p><b>(25 bis) En ce qui concerne les établissements financiers, notamment ceux bénéficiant de prêts accordés par une banque centrale (y compris l'aide d'urgence en cas de crise de liquidité), l'appréciation de l'importance systémique de l'information et de l'intérêt public de différer la publication devrait intervenir en étroite coopération avec la banque centrale concernée, l'autorité chargée de la surveillance de l'émetteur et, le cas échéant, l'autorité macroprudentielle nationale.»</b></p>
----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Texte proposé par la Commission	Modifications suggérées par la BCE <sup>(1)</sup>
---------------------------------	---------------------------------------------------

## Explication

Il est nécessaire que l'autorité compétente soit non seulement autorisée à différer la publication d'une information privilégiée présentant une importance systémique, mais qu'elle puisse aussi décider de sa propre initiative d'un tel report. Pour les émetteurs qui sont des établissements financiers, le fait de bénéficier de l'aide d'urgence en cas de crise de liquidité constitue un exemple important, sans être exclusif, de situation possible dans laquelle l'information présente une importance systémique. En outre, en considération des risques quant à la stabilité financière, l'appréciation de l'importance systémique dans le cas de ces émetteurs devrait intervenir en coopération avec la banque centrale concernée, l'autorité chargée de la surveillance et l'autorité macroprudentielle nationale <sup>(2)</sup>. La présente modification est liée à la modification 17 ci-dessous.

**Modification 15**

Article 5, paragraphe 1 (nouveau), du règlement MAR proposé

Aucun texte	<p>«(20) «établissement financier»: une entité autorisée à exercer l'une quelconque des activités énumérées dans la directive xx/xx/UE du Parlement européen et du Conseil du [date] concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et modifiant la directive 2002/87/CE du Parlement européen et du Conseil relative à la surveillance complémentaire des établissements de crédit, des entreprises d'assurance et des entreprises d'investissement appartenant à un conglomérat financier (*), le règlement (UE) n° xx/xx du Parlement européen et du Conseil du [date] concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement [EMIR] sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (**), la directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2009 sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice (solvabilité II) (***), la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (****), la directive 2003/41/CE du Parlement européen et du Conseil du 3 juin 2003 concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle (****) ainsi que la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010 (*****).</p> <p>(*) JO L [...].  (**) JO L [...].  (***) JO L 335 du 17.12.2009, p. 1.  (****) JO L 302 du 17.11.2009, p. 32.  (*****) JO L 235 du 23.9.2003, p. 10.  (******) JO L 174 du 1.7.2011, p. 1.»</p>
-------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

## Explication

Les banques centrales du SEBC devraient être associées à la décision de différer la publication d'informations d'importance systémique dès lors que des établissements financiers sont concernés (voir modification 17). Par conséquent, il convient d'introduire une définition du terme «établissement financier» dans le règlement MAR proposé.

**Modification 16**

Article 8, paragraphe 3, point c), du règlement MAR proposé

«c) le fait d'adresser des ordres à une plate-forme de négociation en ayant recours au trading algorithmique, notamment au trading à haute fréquence, sans intention de négocier mais dans le but de:	«c) le fait d'adresser des ordres à une plate-forme de négociation en ayant recours au trading algorithmique, notamment au trading à haute fréquence, <del>sans intention de négocier</del> mais dans le but de:
-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------



Texte proposé par la Commission	Modifications suggérées par la BCE (1)
— perturber ou retarder le fonctionnement du système de négociation de la plate-forme;	— perturber ou retarder le fonctionnement du système de négociation de la plate-forme;
— compliquer la reconnaissance par d'autres personnes des véritables ordres dans le système de négociation de la plate-forme; ou	— compliquer la reconnaissance par d'autres personnes des véritables ordres dans le système de négociation de la plate-forme; ou
— créer une impression fautive ou trompeuse quant à l'offre ou à la demande d'un instrument financier.»	— créer une impression fautive ou trompeuse quant à l'offre ou à la demande d'un instrument financier.»

*Explication*

*Le trading algorithmique est susceptible de présenter un risque considérable pour l'intérêt public et il doit être considéré comme une manipulation de marché lorsqu'il est pratiqué dans l'un des buts malveillants mentionnés ci-dessus, même s'il existe une réelle intention de négocier. La BCE suggère par conséquent de supprimer la référence à l'absence d'intention de négocier.*

**Modification 17**

Article 12, paragraphe 5, du règlement MAR proposé

<p>«5. Une autorité compétente peut autoriser l'émetteur d'un instrument financier à différer la publication d'une information privilégiée à condition que les conditions suivantes soient réunies:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>— l'information présente une importance systémique;</li> <li>— il est dans l'intérêt public de différer sa publication;</li> <li>— la confidentialité de cette information peut être assurée.</li> </ul> <p>Cette autorisation est donnée par écrit. L'autorité compétente veille à ce que la durée du report se limite à ce qui est nécessaire dans l'intérêt public.</p> <p>L'autorité compétente examine au moins une fois par semaine si le report continue à être opportun et révoque immédiatement l'autorisation si l'une des conditions prévues aux points a), b) ou c) n'est plus remplie.»</p>	<p>«5. Une autorité compétente peut <b>décider que</b> <del>autoriser</del> l'émetteur d'un instrument financier <b>à sera tenu de</b> différer la publication d'une information privilégiée <b>lorsque</b> <del>à condition que</del> les conditions suivantes <b>sont</b> <del>soient</del> réunies:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>— l'information présente une importance systémique;</li> <li>— il est dans l'intérêt public de différer sa publication;</li> <li>— la confidentialité de cette information peut être assurée.</li> </ul> <p><b>L'autorité compétente adoptera la décision de sa propre initiative ou à la demande d'un émetteur d'un instrument financier et également, en ce qui concerne les établissements financiers qui émettent des instruments financiers, à la demande de la banque centrale du SEBC concernée, de l'autorité chargée de la surveillance de l'émetteur de l'instrument financier ou de l'autorité macroprudentielle nationale.</b></p> <p>Cette <del>autorisation</del> <b>décision</b> est <del>donnée</del> <b>adoptée</b> par écrit. L'autorité compétente veille à ce que la durée du report se limite à ce qui est nécessaire dans l'intérêt public.</p> <p>L'autorité compétente examine au moins une fois par semaine si le report continue à être opportun et révoque immédiatement <del>l'autorisation</del> <b>sa décision</b> si l'une des conditions prévues aux points a), b) ou c) n'est plus remplie.</p> <p><b>En ce qui concerne les établissements financiers qui émettent des instruments financiers, l'autorité compétente apprécie si les conditions prévues aux points a), b) ou c) sont remplies, agissant pour ce faire en étroite coopération avec la banque centrale du SEBC concernée, l'autorité chargée de la surveillance de l'émetteur de l'instrument financier et, le cas échéant, l'autorité macroprudentielle nationale.»</b></p>
---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

*Explication*

*Le report de la publication motivé par l'importance systémique de l'information privilégiée répond tant à l'intérêt de l'émetteur qu'à l'intérêt public que la stabilité financière soit préservée. Il s'ensuit que l'autorité compétente devrait obliger, et non se limiter à habiliter, l'émetteur à différer la publication. Cela devrait pouvoir se réaliser soit à la demande de l'émetteur, soit à l'initiative de l'autorité compétente. De plus, dans le cas où l'émetteur est un établissement financier, la banque centrale du SEBC concernée, l'autorité de*

Texte proposé par la Commission	Modifications suggérées par la BCE <sup>(1)</sup>
<i>surveillance et l'autorité macroprudentielle devraient être habilitées à demander à l'autorité compétente de différer la publication de l'information privilégiée et devraient être associées pour apprécier si les conditions d'un report sont réunies. Cette implication de la banque centrale du SEBC concernée, de l'autorité de surveillance et, le cas échéant, de l'autorité macroprudentielle permettra de traiter de manière appropriée les risques quant à la stabilité financière, notamment dans le cas où l'émetteur reçoit l'aide d'urgence en cas de crise de liquidité.</i>	
<p>(1) Les caractères gras dans le corps du texte indiquent les nouveaux passages suggérés par la BCE. Les caractères barrés dans le corps du texte indiquent les passages que la BCE propose de supprimer.</p> <p>(2) Voir à cet égard la recommandation CERS/2011/3 du CERS du 22 décembre 2011 concernant le mandat macroprudentiel des autorités nationales, disponible sur le site internet du CERS à l'adresse suivante: <a href="http://www.esrb.europa.eu">http://www.esrb.europa.eu</a></p>	