



Bruxelles, le 14.8.2017  
C(2017) 5611 final

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

**du 14.8.2017**

**complétant le règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil  
concernant les marchés d'instruments financiers en ce qui concerne les paquets d'ordres**

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

## **EXPOSÉ DES MOTIFS**

### **1. CONTEXTE DE L'ACTE DÉLÉGUÉ**

Le règlement (UE) n° 600/2014 concernant les marchés d'instruments financiers (ci-après le «règlement MiFIR») instaure des obligations de transparence pré- et post-négociation pour les obligations, les produits financiers structurés, les quotas d'émission et les instruments dérivés, sous certaines conditions et avec certaines dérogations. En particulier, l'article 9, paragraphe 1, point e), du règlement MiFIR prévoit une dérogation spécifique pour les paquets d'ordres: dans certaines conditions, les paquets d'ordres peuvent bénéficier d'une dérogation aux obligations de transparence pré-négociation, mais la possibilité de recourir à cette dérogation est plus limitée lorsque le paquet d'ordres est considéré comme liquide.

Dans ce contexte, l'article 9, paragraphe 6, du règlement MiFIR délègue à la Commission le pouvoir d'adopter, après soumission de projets de normes techniques de réglementation par l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) et conformément aux articles 10 à 15 du règlement (UE) n° 1095/2010, un règlement délégué définissant une méthodologie pour déterminer les paquets d'ordres pour lesquels il existe un marché liquide.

Les projets de normes techniques de réglementation ont été soumis à la Commission le 28 février 2017.

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

Conformément à l'article 10 du règlement (UE) n° 1095/2010, l'AEMF a procédé à une consultation publique sur les projets de normes techniques de réglementation. À cet effet, elle a publié un document de consultation sur son site web le 10 novembre 2016. La consultation a été clôturée le 3 janvier 2017. De plus, l'AEMF a sollicité l'avis du groupe des parties intéressées au secteur financier, institué en application de l'article 37 du règlement (UE) n° 1095/2010. Le groupe des parties intéressées au secteur financier a choisi de ne pas émettre d'avis sur ces questions eu égard à la nature technique des normes.

Conformément à l'article 10, paragraphe 1, troisième alinéa, du règlement (UE) n° 1095/2010, l'AEMF a également joint aux projets de normes techniques son analyse d'impact, contenant notamment une analyse des coûts et avantages que ces projets impliquent, disponible à l'adresse [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-21\\_final\\_report\\_package\\_orders.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-21_final_report_package_orders.pdf).

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

Le droit d'adopter un règlement délégué est prévu par l'article 9, paragraphe 6, du règlement MiFIR. En vertu de cette disposition, la Commission est habilitée à adopter un règlement délégué définissant une méthodologie pour déterminer les paquets d'ordres pour lesquels il existe un marché liquide.

L'article 1<sup>er</sup> définit la méthodologie générale pour déterminer s'il existe un marché liquide pour un paquet d'ordres dans son intégralité.

Les articles 2 à 5 précisent les conditions dans lesquelles un paquet d'ordres peut satisfaire aux critères spécifiques par catégorie d'actifs, visés à l'article 1<sup>er</sup>, point b), qui sont définis respectivement pour les dérivés de taux d'intérêt (article 2), les dérivés sur actions (article 3), les dérivés de crédit (article 4) et les dérivés sur matières premières (article 5).

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

du 14.8.2017

**complétant le règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil  
concernant les marchés d'instruments financiers en ce qui concerne les paquets d'ordres**

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

LA COMMISSION EUROPÉENNE,

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

vu le règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012<sup>1</sup>, et notamment son article 9, paragraphe 6,

considérant ce qui suit:

- (1) Les paquets d'ordres sont courants dans toutes les catégories d'actifs et peuvent comprendre un grand nombre d'éléments différents appartenant à une seule et même catégorie d'actifs ou appartenant à différentes catégories d'actifs. Les paquets d'ordres peuvent donc comprendre un nombre illimité de combinaisons d'éléments. Il convient donc d'adopter une approche globale qui établisse des critères qualitatifs pour déterminer quels paquets d'ordres devraient être considérés comme normalisés et fréquemment négociés et donc, dans leur intégralité, comme ayant un marché liquide. Afin de tenir compte des caractéristiques des différents types de paquets d'ordres, ces critères qualitatifs devraient comprendre, d'une part, des critères généraux applicables à l'ensemble des catégories d'actifs et, d'autre part, des critères spécifiques pour chaque catégorie d'actifs d'un paquet d'ordres.
- (2) Pour qu'une catégorie de dérivés soit soumise à l'obligation de négociation au titre du règlement (UE) n° 600/2014, il faut que les dérivés appartenant à cette catégorie soient normalisés et suffisamment liquides. Il y a donc lieu de considérer qu'il existe un marché liquide pour un paquet d'ordres dans son intégralité lorsque tous les éléments de ce paquet d'ordres appartiennent à la même catégorie d'actifs et sont soumis à l'obligation de négociation. Toutefois, les paquets d'ordres dont tous les éléments dépassent une certaine taille ou qui comprennent un grand nombre d'éléments ne sont pas considérés comme suffisamment normalisés ou liquides. Il est dès lors opportun de préciser qu'un paquet d'ordres dont tous les éléments sont soumis à l'obligation de négociation devrait être considéré comme ayant un marché liquide lorsqu'il n'est pas constitué de plus de quatre éléments ou lorsque ses éléments ne sont pas tous d'une taille élevée par rapport à la taille normale de marché.
- (3) La possibilité de négocier des instruments financiers sur une plate-forme de négociation démontre que ces instruments sont normalisés et relativement liquides. Il y a donc lieu de considérer que, lorsque tous les éléments d'un paquet d'ordres sont disponibles à la négociation sur une plate-forme de négociation, ce paquet d'ordres, dans son intégralité, a potentiellement un marché liquide. Un paquet d'ordres devrait

---

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

être considéré comme disponible à la négociation lorsqu'une plate-forme de négociation le propose à la négociation à ses membres, participants ou clients.

- (4) Alors qu'il est possible de négocier des paquets d'ordres comprenant un grand nombre d'éléments différents, la liquidité se concentre dans ceux constitués exclusivement d'éléments appartenant à la même catégorie d'actifs, tels que les dérivés de taux d'intérêt, les dérivés sur actions, les dérivés de crédit ou les dérivés sur matières premières. Par conséquent, les paquets d'ordres composés uniquement de dérivés appartenant à une seule de ces catégories d'actifs devraient pouvoir être considérés comme ayant un marché liquide, alors que ceux composés de dérivés appartenant à plusieurs de ces catégories d'actifs ne sont pas souvent négociés et, partant, n'ont pas de marché liquide. En outre, les paquets d'ordres qui comprennent des éléments appartenant à des catégories d'actifs autres que les dérivés de taux d'intérêt, les dérivés sur actions, les dérivés de crédit ou les dérivés sur matières premières ne sont pas suffisamment normalisés et, par conséquent, ne sont pas considérés comme ayant un marché liquide.
- (5) Il est donc nécessaire de définir une méthodologie pour déterminer s'il existe un marché liquide pour un paquet d'ordres dans son intégralité, y compris lorsqu'un ou plusieurs des éléments de ce paquet d'ordres ne sont pas considérés comme ayant un marché liquide, ou sont d'une taille élevée par rapport à la taille normale de marché. Toutefois, un paquet d'ordres dont aucun des éléments n'a de marché liquide, dont tous les éléments sont d'une taille élevée par rapport à la taille normale de marché ou qui combine des éléments n'ayant pas de marché liquide et des éléments de taille élevée par rapport à la taille normale de marché n'est pas considéré comme normalisé ou fréquemment négocié et devrait dès lors être considéré comme un paquet d'ordres qui, dans son intégralité, n'a pas de marché liquide.
- (6) En ce qui concerne les paquets d'ordres constitués de swaps de taux d'intérêt, la plupart des opérations sont concentrées dans ceux dont les éléments ont certaines durées de vie (*tenor*) de référence. Seuls ces paquets d'ordres doivent dès lors être considérés comme liquides dans leur intégralité. Afin de tenir compte des caractéristiques des différents types de swaps de taux d'intérêt, il importe de distinguer les contrats qui débutent immédiatement après l'exécution de l'opération de ceux qui débutent à une date future prédéterminée. La durée de vie (*tenor*) d'un contrat devrait être calculée en fonction de la date à laquelle les obligations prévues au contrat prennent effet, c'est-à-dire la date de prise d'effet. Toutefois, pour tenir compte du profil de liquidité de ces contrats et pour éviter le contournement des règles, il convient de ne pas interpréter ces durées de manière trop stricte, mais plutôt en tant qu'intervalles ciblés autour d'une durée de référence.
- (7) De nombreux acteurs du marché négocient des paquets d'ordres composés de deux contrats ayant chacun une date d'expiration différente. En particulier, les reconductions de position (*roll forwards*) sont très normalisées et fréquemment négociées. Ces paquets d'ordres sont utilisés pour remplacer une position sur un contrat qui est près d'expirer par une position sur un contrat expirant à la date d'échéance suivante, ce qui permet aux acteurs du marché de conserver une position d'investissement au-delà de la date initiale d'expiration d'un contrat. Il y a donc lieu de considérer qu'il existe un marché liquide pour ces paquets d'ordres dans leur intégralité.

- (8) Par souci de cohérence et afin d'assurer le bon fonctionnement des marchés financiers, il est nécessaire que les dispositions du présent règlement et celles du règlement (UE) n° 600/2014 s'appliquent à partir de la même date.
- (9) Le présent règlement se fonde sur le projet de normes techniques de réglementation soumis à la Commission par l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF).
- (10) L'AEMF a procédé à des consultations publiques ouvertes sur les projets de normes techniques de réglementation sur lesquels se fonde le présent règlement, analysé les coûts et avantages potentiels qu'ils impliquent et sollicité l'avis du groupe des parties intéressées au secteur financier institué en application de l'article 37 du règlement (UE) n° 1095/2010 du Parlement européen et du Conseil<sup>2</sup>,

#### A ADOPTÉ LE PRÉSENT RÈGLEMENT:

##### *Article premier*

##### *Paquets d'ordres pour lesquels, dans leur intégralité, il existe un marché liquide*

Il existe un marché liquide pour un paquet d'ordres dans son intégralité lorsque l'une des conditions suivantes est remplie:

- (a) le paquet d'ordres ne se compose pas de plus de quatre éléments appartenant à des catégories d'instruments dérivés ayant été déclarées soumises à l'obligation de négociation selon la procédure prévue à l'article 32 du règlement (UE) n° 600/2014, à moins que l'une des conditions suivantes ne soit remplie:
- i) tous les éléments du paquet d'ordres ont une taille élevée par rapport à la taille normale de marché;
  - ii) les éléments du paquet d'ordres n'appartiennent pas exclusivement à l'une des catégories d'actifs visées à l'annexe III du règlement délégué (UE) 2017/583 de la Commission<sup>3</sup>;
- (b) le paquet d'ordres remplit l'ensemble des conditions suivantes:
- i) tous les éléments du paquet d'ordres sont disponibles à la négociation sur la même plate-forme de négociation;
  - ii) tous les éléments du paquet d'ordres sont soumis à l'obligation de compensation conformément à l'article 5 du règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil<sup>4</sup> ou à l'obligation de compensation conformément à l'article 29, paragraphe 1, du règlement (UE) n° 600/2014;
  - iii) au moins un des éléments du paquet d'ordres a un marché liquide ou n'a pas une taille élevée par rapport à la taille normale de marché;

---

<sup>2</sup> Règlement (UE) n° 1095/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers), modifiant la décision n° 716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/77/CE de la Commission (JO L 331 du 15.12.2010, p. 84).

<sup>3</sup> Règlement délégué (UE) 2017/583 de la Commission du 14 juillet 2016 complétant le règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers par des normes techniques de réglementation relatives aux obligations de transparence applicables aux plates-formes de négociation et aux entreprises d'investissement pour les obligations, produits financiers structurés, quotas d'émission et instruments dérivés (JO L 87 du 31.3.2017, p. 229).

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

- iv) le paquet d'ordres remplit les critères applicables à la catégorie d'actifs concernée qui sont définis à l'article 2, 3, 4 ou 5.

#### *Article 2*

##### *Critères spécifiques à la catégorie d'actifs pour les paquets d'ordres constitués exclusivement de dérivés de taux d'intérêt*

Les critères spécifiques à la catégorie d'actifs visés à l'article 1<sup>er</sup>, point b) iv), pour les paquets d'ordres constitués exclusivement de dérivés de taux d'intérêt tels que visés à l'annexe III, section 5, du règlement délégué (UE) 2017/583 sont les suivants:

- (a) le paquet d'ordres ne comporte pas plus de trois éléments;
- (b) tous les éléments du paquet d'ordres appartiennent à la même sous-catégorie d'actifs telle que visée à l'annexe III, section 5, du règlement délégué (UE) 2017/583 de la Commission;
- (c) tous les éléments du paquet d'ordres sont libellés dans la même devise du notionnel, qui est soit l'euro, soit le dollar des États-Unis, soit la livre sterling;
- (d) lorsque le paquet d'ordres est constitué de swaps de taux d'intérêt, les éléments de ce paquet d'ordres ont une durée de vie (*tenor*) de 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 12, 15, 20 ou 30 ans;
- (e) lorsqu'un paquet d'ordres a pour éléments des futures (contrats à terme standardisés) sur taux d'intérêt, ces éléments sont:
  - i) soit des contrats d'une maturité ne dépassant pas 6 mois pour les futures sur taux d'intérêt basés sur des taux d'intérêt à 3 mois;
  - ii) soit des contrats dont la date d'expiration est proche de la date actuelle pour les futures sur taux d'intérêt basés sur des taux d'intérêt à 2, 5 et 10 ans;
- (f) lorsqu'un paquet d'ordres est constitué de contrats future sur obligation, le paquet d'ordres remplace une position sur un contrat près d'expirer par une position sur un contrat ayant le même sous-jacent qui expire à la prochaine date d'échéance.

Aux fins du point d), un élément d'un paquet d'ordres est réputé avoir une durée de vie (*tenor*) de 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 12, 15, 20 ou 30 ans lorsque le laps de temps entre la date de prise d'effet du contrat et la date de fin du contrat correspond à l'une des périodes de temps visées au point d) plus ou moins cinq jours.

#### *Article 3*

##### *Critères spécifiques à la catégorie d'actifs pour les paquets d'ordres constitués exclusivement de dérivés sur actions*

Les critères spécifiques à la catégorie d'actifs visés à l'article 1<sup>er</sup>, point b) iv), pour les paquets d'ordres constitués exclusivement de dérivés sur actions tels que visés à l'annexe III, section 6, du règlement délégué (UE) 2017/583 sont les suivants:

- (a) le paquet d'ordres ne comporte pas plus de deux éléments;
- (b) tous les éléments du paquet d'ordres appartiennent à la même sous-catégorie d'actifs telle que visée à l'annexe III, section 6, du règlement délégué (UE) 2017/583;
- (c) tous les éléments du paquet d'ordres sont libellés dans la même devise du notionnel, qui est soit l'euro, soit le dollar des États-Unis, soit la livre sterling;

- (d) tous les éléments du paquet d'ordres ont le même indice sous-jacent;
- (e) la date d'expiration de tous les éléments du paquet d'ordres n'est pas éloignée de plus de 6 mois;
- (f) lorsque le paquet d'ordres contient des options, toutes les options ont la même date d'expiration.

#### *Article 4*

##### *Critères spécifiques à la catégorie d'actifs pour les paquets d'ordres constitués exclusivement de dérivés de crédit*

Les critères spécifiques à la catégorie d'actifs visés à l'article 1<sup>er</sup>, point b) iv), pour les paquets d'ordres constitués exclusivement de dérivés de crédit tels que visés à l'annexe III, section 9, du règlement délégué (UE) 2017/583 sont les suivants:

- (a) le paquet d'ordres ne comporte pas plus de deux éléments;
- (b) tous les éléments du paquet d'ordres sont des CDS indiciels tels que visés à l'annexe III, section 9, du règlement délégué (UE) 2017/583;
- (c) tous les éléments du paquet d'ordres sont libellés dans la même devise du notionnel, qui est soit l'euro, soit le dollar des États-Unis;
- (d) tous les éléments du paquet d'ordres ont le même indice sous-jacent;
- (e) tous les éléments du paquet d'ordres ont une durée de vie (*tenor*) de cinq ans;
- (f) le paquet d'ordres remplace une position sur la version de l'indice précédant immédiatement sa version la plus récente (*off-the-run*) par une position sur sa version la plus récente (*on-the-run*).

#### *Article 5*

##### *Critères spécifiques à la catégorie d'actifs pour les paquets d'ordres constitués exclusivement de dérivés sur matières premières*

Les critères spécifiques à la catégorie d'actifs visés à l'article 1<sup>er</sup>, point b) iv), pour les paquets d'ordres constitués exclusivement de dérivés sur matières premières tels que visés à l'annexe III, section 7, du règlement délégué (UE) 2017/583 sont les suivants:

- (a) le paquet d'ordres ne comporte pas plus de deux éléments;
- (b) tous les éléments du paquet d'ordres sont des futures sur matières premières tels que visés à l'annexe III, section 7, du règlement délégué (UE) 2017/583;
- (c) tous les éléments du paquet d'ordres ont la même matière première sous-jacente, définie selon le niveau de détail le plus grand précisé dans le tableau 2 de l'annexe du règlement (UE) 2017/585<sup>5</sup>;
- (d) tous les éléments du paquet d'ordres sont libellés dans la même devise du notionnel, qui est soit l'euro, soit le dollar des États-Unis, soit la livre sterling;

---

<sup>5</sup> Règlement délégué (UE) 2017/585 de la Commission du 14 juillet 2016 complétant le règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant les normes et formats de données à respecter pour les données de référence relatives aux instruments financiers et les mesures techniques liées aux dispositions à prendre par l'Autorité européenne des marchés financiers et les autorités compétentes (JO L 87 du 31.3.2017, p. 368).

- (e) le paquet d'ordres remplace une position sur un contrat près d'expirer par une position sur un contrat qui expire à la prochaine date d'échéance.

*Article 6*

*Entrée en vigueur et application*

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

Il s'applique à partir du 3 janvier 2018.

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

Fait à Bruxelles, le 14.8.2017

*Par la Commission*

*Le président,*

*Jean-Claude JUNCKER*