

Avis du Comité économique et social européen sur la «Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché)»

COM(2011) 651 final — 2011/0295 (COD)

et la «Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil relative aux sanctions pénales applicables aux opérations d'initiés et aux manipulations de marché»

COM(2011) 654 final — 2011/0297 (COD)

(2012/C 181/12)

Rapporteur: **M. METZLER**

Le 25 novembre 2011 et le 15 novembre 2011 respectivement, le Conseil et le Parlement européen ont décidé, conformément aux articles 114 et 304 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, de consulter le Comité économique et social européen sur la

«Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché)»

COM(2011) 651 final — 2011/0295 (COD).

Le 2 décembre 2011, le Conseil a décidé, conformément à l'article 304 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, de consulter le Comité économique et social européen sur la

«Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil relative aux sanctions pénales applicables aux opérations d'initiés et aux manipulations de marché»

COM(2011) 654 final — 2011/0297 (COD).

La section spécialisée «Union économique et monétaire, cohésion économique et sociale», chargée de préparer les travaux du Comité en la matière, a adopté son avis le 7 mars 2012.

Lors de sa 479^e session plénière des 28 et 29 mars 2012 (séance du 28 mars 2012), le Comité économique et social européen a adopté le présent avis par 138 voix pour, 2 voix contre et 8 abstentions.

1. Conclusions et recommandations

1.1 Le CESE se félicite que la Commission, par sa proposition, mette à jour le cadre établi par la directive en vigueur sur les abus de marché et préserve ainsi la confiance en l'intégrité des marchés des capitaux.

1.2 Le CESE approuve en principe la proposition présentée par la Commission. Néanmoins, la forme précise que celle-ci doit revêtir, déclinée en un règlement assorti d'une directive, est pour lui une source de préoccupations diverses, dont certaines ont un caractère fondamental.

1.3 En particulier, la formulation vague d'un grand nombre de faits dans la proposition de règlement sur les abus de marché, de même que la délégation des mesures d'exécution au niveau 2 à l'autorité européenne des marchés financiers (AEMF) ou à la Commission, sont de nature à susciter une grave insécurité juridique. Dans l'optique du principe de légalité pénale, l'un des fondements de l'État de droit, il y a en effet matière à critiques. Ce principe n'est pas seulement ancré dans la Constitution des États membres, mais également dans la Convention européenne des droits de l'homme. Assurément, il

n'est ni dans l'intérêt de la Commission, ni dans celui des États membres ou des praticiens du droit de voir un acte législatif européen susciter des réserves aussi fondamentales sur le plan constitutionnel et pénal. Par conséquent, le CESE invite la Commission à clarifier davantage les faits, et ce dès le niveau 1.

1.4 L'article 11 de la proposition de règlement, qui oblige toute personne organisant ou exécutant des transactions sur des instruments financiers à titre professionnel à se doter de mécanismes de détection des abus de marché, prête également à la critique. Un surcroît de bureaucratie ne rime pas forcément avec une amélioration de la réglementation. Le CESE est partisan d'une réglementation efficace et équilibrée. Le règlement à l'examen ne laisse pas seulement craindre l'afflux d'un volume trop important de renseignements non pertinents, ce qui ne serait nullement dans l'intérêt des autorités de contrôle. Il handicape également les petits organismes de crédit de manière disproportionnée et est par conséquent susceptible de porter atteinte aux circuits économiques locaux, nuisant ainsi aux intérêts de la population et des PME en milieu rural. Le CESE appelle la Commission à tenir compte de ces réserves et à opter pour une approche réglementaire modulée, comme elle le fait d'ailleurs déjà dans diverses propositions de règlement présentées à ce jour afin d'alléger la charge pesant sur les émetteurs qui entrent dans la catégorie des petites et moyennes entreprises.

2. Contenu essentiel du document de la Commission

2.1 L'adoption de la directive 2003/6/CE sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) a constitué une première étape dans l'effort d'harmonisation, au niveau européen, des réglementations existantes en matière d'abus de marché. Le 20 octobre 2011, la Commission européenne a publié une proposition de révision de cette directive sous forme à la fois d'une directive (MAD) et d'un règlement (MAR) portant tous deux sur les abus de marché.

2.2 La Commission souhaite, ce faisant, actualiser le cadre créé par la directive en vigueur sur les abus de marché et poursuivre l'effort d'harmonisation des règles européennes ayant pour objet les opérations d'initiés et les manipulations de marché. Elle compte ainsi rester en phase avec l'évolution de la situation sur les marchés.

2.3 Alors que la directive sur les abus de marché ne couvre que les instruments financiers négociés sur les marchés réglementés, la proposition à l'examen étend le champ d'application aux instruments financiers qui sont négociés sur les nouvelles plates-formes et de gré à gré. Elle renforce en outre les pouvoirs d'investigation et de sanction des autorités de régulation et vise la réduction des charges administratives qui pèsent sur les émetteurs appartenant à la catégorie des petites et moyennes entreprises.

3. Observations générales

3.1 Le CESE se félicite que la Commission, par le biais de sa proposition, réponde à l'évolution des conditions de marché et affiche sa volonté d'actualiser le cadre établi par la directive sur les abus de marché. Les opérations d'initiés et les abus de marché sapent la confiance en l'intégrité des marchés, prérequis indispensable au bon fonctionnement du marché des capitaux.

3.2 Il paraît opportun d'élargir le champ d'application de la réglementation en vigueur sur les abus de marchés aux instruments financiers négociés ailleurs que sur les marchés réglementés, de même qu'à l'utilisation de technologies très sophistiquées visant à appliquer des stratégies de négociation telles que les transactions à haute fréquence. Toutefois, cette démarche ne pourra réellement contribuer à garantir l'intégrité des marchés qu'à condition de déterminer clairement quelles conséquences pratiques l'élargissement du champ d'application induira pour les instruments financiers négociés de gré à gré nouvellement pris en compte, ainsi que pour les transactions à haute fréquence.

3.3 La volonté d'harmoniser davantage les législations relatives aux opérations d'initiés et aux abus de marché est une ambition louable. Néanmoins, le choix fait par la Commission de donner à sa proposition la forme d'un règlement sur les abus de marché assorti d'une directive est de nature à générer un grand nombre de problèmes juridiques, eu égard notamment aux principes généraux du droit pénal et du droit constitutionnel affectés par la proposition, et prête de ce fait à la critique.

4. Observations particulières

4.1 Le CESE salue l'élargissement du champ d'application aux instruments financiers négociés de gré à gré. Des zones d'ombre subsistent néanmoins quant à la façon dont la proposition entend les appréhender. Bien souvent, il n'existe aucun marché pour ces instruments, puisqu'ils font exclusivement l'objet de négociations bilatérales. Ainsi, si la Commission ou

l'autorité européenne des marchés financiers élaborait quelques exemples, la proposition n'en serait que plus concrète, et donc plus utile aux praticiens du droit.

4.2 Le CESE accueille tout aussi favorablement l'inclusion des technologies très sophistiquées visant à appliquer des stratégies de négociation dans le champ d'application de la réglementation relative aux abus de marché. Il convient cependant de garder à l'esprit que les transactions algorithmiques ne sont pas négatives en soi, mais qu'elles sont également utilisées par les organismes de crédit pour traiter les ordres quotidiens de clients privés. À l'intention des praticiens du droit, il importe une fois encore de préciser ce que la loi permet en l'occurrence. Dans cette optique, il semble à nouveau opportun que la Commission ou l'autorité européenne des marchés financiers mette au point quelques exemples.

4.3 Lorsqu'elle légifère dans le domaine du droit pénal, l'Union européenne est tenue de respecter le principe de subsidiarité. La législation en vigueur prévoit une réglementation sous forme de directive, approche qui ne saurait être remise en cause. Dès lors, on comprend mal pourquoi la Commission ne s'y tient pas. En effet, si elle fait figurer les dispositions relatives aux sanctions dans la directive (MAD), la proposition de la Commission incorpore en revanche les dispositions relatives aux faits répréhensibles dans le règlement (MAR), qui est directement applicable dans les États membres.

4.4 Le choix de réglementer ces faits dans le cadre d'un règlement laisse sceptique car l'application des dispositions proposées se révélera probablement délicate à de nombreux égards sur le plan juridique. Les États membres n'auront plus le loisir de résoudre ces difficultés lors de la mise en œuvre, contrairement à ce qui est le cas lorsqu'il s'agit d'une directive. Si l'on entend réaliser les objectifs de la proposition présentée par la Commission, il conviendra cependant d'éviter toute mise en application laborieuse.

4.5 Il y a fort à parier que le manque de précision dans la formulation, de même que l'utilisation de notions juridiques vagues rendent la mise en application difficile. L'insécurité juridique qui naît des règles relatives aux sanctions affecte des principes généraux du droit constitutionnel et pénal, notamment celui de la légalité des peines (*nulla poena sine lege certa*, figurant par exemple à l'article 103, paragraphe 2, de la Loi fondamentale allemande, ou à l'article 25, paragraphe 2, de la Constitution italienne), en vertu duquel une règle doit clairement laisser apparaître dans quels cas un comportement mérite sanction. Ce principe général du droit est également inscrit à l'article 7 de la Convention européenne des droits de l'homme. À la lecture de la plupart des règles énoncées dans la proposition de règlement, le CESE doute que ce principe ait été suffisamment pris en compte. Le régime juridique applicable aux opérations d'initiés est déjà considéré, dans la littérature allemande spécialisée du moins, comme une source d'insécurité juridique excessive et, partant, un sujet de critiques.

4.6 L'insécurité juridique naît en outre des dispositions qui habilitent la Commission ou l'autorité européenne des marchés financiers à élaborer, au niveau 2, des mesures d'exécution détaillées sous forme de sanctions, comme c'est le cas de l'article 8, paragraphe 5, de la proposition de règlement (MAR). Il est vrai que l'article 8 n'est porteur d'aucun effet juridique en soi, puisqu'il se borne à définir la notion de manipulation de marché. Toutefois, pointer du doigt l'absence d'effet de sanction direct dudit article s'apparenterait à de l'ergotage, car cette disposition, en ce qu'elle donne une définition normative du

délit d'abus de marché, fait nécessairement partie de la règle édictant la sanction. En outre, sachant que l'annexe I au projet de règlement (MAR) reprend déjà une liste d'indicateurs qui se rapportent à différents éléments constitutifs du délit énoncés à l'article 8, l'opportunité de préciser celui-ci plus avant au niveau 2 apparaît contestable. Le CESE comprend la préoccupation qui sous-tend sans doute la démarche de la Commission, destinée à permettre une adaptation constante à l'évolution des marchés et laissant par conséquent à la Commission ou à l'autorité européenne des marchés financiers le soin de spécifier certains éléments ou aspects particuliers. Les nouvelles évolutions que connaissent les marchés sont aussi susceptibles de modifier les exigences en matière de surveillance. Sachant que la matière abordée relève du droit pénal, l'approche adoptée ici pose toutefois problème du point de vue de l'État de droit. Qui plus est, il est presque impossible de déduire avec certitude de la juxtaposition de l'article 8, de l'annexe et des éventuelles mesures de détail ultérieures quel comportement serait passible de sanctions pénales.

4.7 De même, il est probable que l'obligation, pour l'AEMF, de prendre des mesures détaillées de niveau 2, obligation fondée non seulement sur la proposition de règlement sur les abus de marchés, mais également et concomitamment sur la proposition de révision de la directive 2004/39/CE sur les marchés d'instruments financiers, génère, pour cet organisme, une charge de travail excessive. Dès lors, dépassements de délais et persistance des incertitudes sont à redouter.

4.8 La disposition figurant à l'article 11, paragraphe 2, de la proposition de règlement (MAR), selon laquelle toute personne qui organise ou exécute des transactions sur des instruments financiers à titre professionnel est tenue de disposer de systèmes de détection et de prévention des abus de marché, reste pleine d'ambiguïtés quant à l'identité des destinataires.

4.9 Les personnes effectuant des opérations sur instruments financiers à titre professionnel sont en effet déjà tenues d'informer l'autorité compétente de soupçons qu'elles concevraient (cf. article 6, paragraphe 9, de la directive sur les abus de marché). Ces informations faisant état de suspicions fournissent des renseignements tout à fait exploitables, c'est en tout cas ce qui ressort des observations de l'Office fédéral de contrôle des services financiers (BaFin) (cf. le rapport publié dans *BaFin Journal*, numéro de juillet 2011, p. 6 et suivantes). Leur nombre est en augmentation constante.

4.10 L'introduction de mécanismes de détection systématiques risque de provoquer une multiplication du nombre de notifications concernant des opérations prétendument suspectes. Or les autorités de contrôle n'ont aucun intérêt à recevoir un volume trop important de renseignements non pertinents. En pratique, il semblerait que ce qui pose problème, quand il est question de violation de l'interdiction des abus de marchés, n'est pas tant le fait que l'organisme de contrôle n'a pas connaissance des délits que le fait que, dans la plupart des cas, le parquet n'engage pas de poursuites, voire que celles-ci sont suspendues contre paiement. Il se peut que dans les États membres, le parquet ne dispose pas non plus de services spécialisés en la matière.

4.11 On est également en droit de se demander si c'est vraiment à l'attention de quiconque organisant ou effectuant des opérations sur des instruments financiers à titre professionnel que les systèmes de détection ou de prévention des abus de marché doivent être mis en place.

4.12 Si quelqu'un doit avoir une vision d'ensemble du marché, c'est bien les observatoires des transactions mis en place par les places boursières. Sachant que l'abus de marché peut présenter une dimension transfrontalière, le CESE se féliciterait que lesdits observatoires soient habilités à développer leur coopération au niveau international.

4.13 L'opportunité d'imposer aux organismes de crédit de petite et moyenne taille l'obligation de se doter de systèmes de détection et de prévention des abus de marché est sujette à caution. Ces derniers risquent vraisemblablement d'être débordés par la mise en place de mécanismes séparés. Bien souvent, les organismes de crédit de taille plus modeste sont établis en zone rurale et la population locale comme les petites et moyennes entreprises qui y sont installées comptent largement sur eux pour la fourniture de crédit. Ils contribuent ainsi à stabiliser les circuits économiques locaux et à promouvoir l'emploi local. Des coopératives de crédit comme les «Cajas Rurales» espagnoles ou les «Volks- und Raiffeisenbanken» allemandes en sont un exemple. Les organismes de crédit n'ont pas les moyens de prendre en charge les missions de contrôle et de surveillance. C'est aux autorités de surveillance qu'il doit incomber de détecter les cas d'abus de marché et d'en évaluer la gravité.

4.14 Par ailleurs, imposer des charges – supplémentaires – aux organismes de crédit de petite et moyenne taille irait à l'encontre de l'objectif affiché par la Commission de diminuer, grâce à ses propositions, la charge administrative des émetteurs appartenant à la catégorie des petites et moyennes entreprises. La Commission ne s'est pas seulement fixé cet objectif, parmi d'autres, dans le cadre de sa proposition de règlement sur les abus de marché, mais aussi dans celui de sa proposition de révision de la directive 2004/109/CE relative à la transparence. Les cas spectaculaires de manipulations de marché, rendus publics en lien avec des banques spécifiques, sont le fait d'opérateurs individuels actifs dans le domaine des services bancaires d'investissement, comme le Français Jérôme Kerviel en 2008. Les cas marquants d'opérations d'initiés démontrent qu'en ce qui concerne ce délit, les organismes de crédit ne jouent pratiquement aucun rôle. Par conséquent, les organismes de crédit de petite et moyenne taille ne sont pas les destinataires idoines des systèmes de détection et de prévention des abus de marché. Dans la mesure où elle s'applique sans distinction, l'approche prévue à l'article 11 de la proposition de règlement (MAR) ne tient pas suffisamment compte de ces différences.

4.15 À la lumière de ces observations, il conviendrait d'envisager, dans le cas des personnes organisant ou exécutant des transactions sur des instruments financiers à titre professionnel, la mise en place d'une structure de surveillance des abus de marché sur le modèle de l'autorégulation sous contrôle de l'État existant pour les professions libérales. Cette structure disposerait de l'expertise et des connaissances sectorielles nécessaires à un contrôle des activités professionnelles efficace, de qualité et de confiance. La démarche consistant à confier aux acteurs des marchés financiers la tâche de s'autoréguler sous le contrôle de l'État servirait avant tout les intérêts des consommateurs, et non ceux des opérateurs de marché, qui se tiendraient mutuellement en respect. L'autorégulation renverse les privilèges établis et est source de transparence.

4.16 La clause de sortie prévue pour le Royaume-Uni, l'Irlande et le Danemark, qui ne sont dès lors pas tenus d'adopter la proposition de directive (considérants 20 à 22), va à l'encontre de l'objectif d'harmonisation des législations. Celui-ci serait donc mieux servi si les dispositions pertinentes de la

proposition étaient complétées ou modifiées. Le Royaume-Uni a déjà fait part de son intention d'exercer son droit de vote et de s'abstenir de participer – du moins dans un premier temps – à l'adoption et à la mise en œuvre de la directive. Il argue essentiellement du fait que le projet de directive (MAD) dépend de l'issue des débats en cours sur les propositions relatives au règlement MAR et à la directive sur les marchés d'instruments financiers et que les conséquences qui en découleront restent

incertaines à l'heure actuelle. Aux yeux du Comité, cette position corrobore les réserves émises ci-avant concernant l'insécurité juridique résultant de l'emploi de notions juridiques mal définies et de l'habilitation à prendre des mesures de détail ultérieures. S'il l'envisage sous l'angle de l'harmonisation souhaitée des législations, cette attitude lui semble en revanche préoccupante, sachant que la plus grande place financière de l'UE, la City londonienne, se situe précisément au Royaume-Uni.

Bruxelles, le 28 mars 2012.

Le président
du Comité économique et social européen
Staffan NILSSON
