



COMMISSION EUROPÉENNE

Bruxelles, le 20.10.2011
SEC(2011) 1218 final

DOCUMENT DE TRAVAIL DES SERVICES DE LA COMMISSION

RÉSUMÉ DE L'ANALYSE D'IMPACT

Accompagnant le document

Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) et la Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil sur les sanctions pénales applicables pour les opérations d'initiés et les manipulations de marché.

{COM(2011) 651 final}

{SEC(2011) 1217 final}

1. DEFINITION DU PROBLEME

La directive sur les abus de marché (MAD) vise à renforcer la confiance des investisseurs et l'intégrité des marchés en interdisant à toute personne qui détient des informations privilégiées d'effectuer des opérations sur des instruments financiers qui leur sont liés («opération d'initié») et en interdisant les manipulations de marché à travers des pratiques consistant, par exemple, à diffuser des informations fausses ou à répandre des rumeurs, et à effectuer des opérations qui fixent les cours à un niveau anormal («manipulation de marché»).

La MAD crée des outils permettant de prévenir et de détecter les abus de marchés, au nombre desquels figurent les listes d'initiés, les notifications d'opérations suspectes et la déclaration des opérations boursières effectuées par des personnes exerçant des responsabilités dirigeantes. Elle oblige également les émetteurs d'instruments financiers négociés sur un marché réglementé à rendre publiques, dès que possible, les informations privilégiées qu'ils détiennent, en limitant les possibilités de retarder cette publication.

Pour promouvoir son application, la directive donne aux autorités nationales compétentes le pouvoir d'enquêter, de prendre des mesures administratives et d'imposer des sanctions «effectives, proportionnées et dissuasives».

La MAD a mis en place un cadre destiné à harmoniser les concepts et les règles clés en matière d'abus de marché et à renforcer la coopération entre les autorités de régulation. Les services de la Commission ont toutefois identifié un certain nombre de problèmes, qui sont étudiés de façon plus approfondie ci-après.

1.1. **Lacunes dans la réglementation des nouveaux marchés, plates-formes et instruments négociés de gré à gré**

Dès lors qu'un instrument financier est admis à la négociation sur un marché réglementé, toutes les opérations sur cet instrument relèvent de la MAD, que ces opérations soient effectuées dans le cadre d'un système multilatéral de négociation (MTF), d'un système de courtage par croisement d'ordres («crossing network») ou négociées de gré à gré. Par ailleurs, en ce qui concerne les opérations d'initiés (mais non les manipulations de marché), l'interdiction s'applique également aux instruments financiers non admis à la négociation sur un marché réglementé, mais dont la valeur dépend d'un tel instrument financier.

Or, l'importance accordée aux instruments négociés sur les marchés réglementés n'est plus en phase avec l'évolution du marché. La concurrence et le recours accru à la technologie ont fait que l'on s'est mis à utiliser davantage les MTF et d'autres systèmes organisés de négociation (par exemple les «crossing networks») pour négocier les instruments. Les marchés de gré à gré ont également connu un certain essor. Dès lors qu'un instrument n'est pas admis à la négociation sur un marché réglementé, mais est uniquement négocié dans le cadre d'un MTF, d'un autre type de système ou de gré à gré, il ne relève pas de la MAD.

Des préoccupations ont également été exprimées à propos du fait que la dispersion croissante des transactions entre plusieurs marchés peut empêcher une application

efficace et que des normes de surveillance différentes en fonction de la nature de la plate-forme peuvent créer des conditions de concurrence inégales. Enfin, le rôle grandissant du trading automatisé et à haute fréquence pose le problème de la façon dont les autorités de régulation surveillent ces opérations et de savoir si la MAD tient correctement compte de certaines stratégies pouvant constituer des pratiques abusives.

1.2. Lacunes dans la réglementation des marchés des matières premières et des marchés des instruments dérivés sur matières premières

Les abus de marché peuvent dépasser le cadre des marchés et des frontières, ce qui soulève des inquiétudes particulières en ce qui concerne les marchés des matières premières et les marchés des dérivés qui leur sont liés, car les règles de transparence et d'intégrité du marché s'appliquent aux marchés dérivés, mais pas aux marchés sous-jacents.

Actuellement, la MAD n'oblige pas les autorités de surveillance financière à tenir compte de l'évolution des marchés physiques des matières premières lorsqu'elles surveillent les marchés financiers en vue de déceler d'éventuels abus de marché, pas plus qu'à coopérer ni à échanger des informations avec les autorités de régulation des marchés physiques dans l'UE ou des pays tiers. Ce manque de coopération entre les autorités de régulation des marchés physiques et financiers pourrait compromettre l'intégrité des marchés tant physiques que financiers.

Les opérations effectuées sur les marchés des matières premières ne relèvent pas des mêmes règles d'intégrité et de transparence que celles s'effectuant sur les marchés financiers. Il est interdit d'effectuer des opérations sur instruments dérivés qui faussent le cours des instruments financiers. Toutefois, les opérations sur instruments dérivés qui faussent les cours des marchés physiques sous-jacents et les opérations effectuées sur des marchés physiques qui faussent les cours des instruments financiers ne sont pas incluses dans la définition actuelle des manipulations de marché. Les autorités de régulation ont manifesté leur préoccupation concernant l'utilisation des marchés dérivés pour manipuler les marchés des matières premières sous-jacents.

Par ailleurs, aucune règle générale ne précise les informations qui doivent être communiquées relativement aux marchés des matières premières, et des craintes ont été exprimées quant à un manque de transparence des informations essentielles concernant les marchés des matières premières. Cela pose un problème aux investisseurs sur les marchés dérivés des matières premières car la valeur d'un instrument dérivé est largement déterminée par l'instrument ou la matière première sous-jacents. Ce problème concerne également les autorités de surveillance qui ne peuvent pas surveiller les opérations sur ces marchés en vue de déceler un abus éventuel.

1.3. Les autorités de régulation ne peuvent pas assurer une application efficace

Premièrement, les autorités de régulation ne disposent pas de certains pouvoirs nécessaires pour déceler les abus de marché: elles ne reçoivent notamment pas de notification en cas d'opérations suspectes sur les instruments dérivés négociés de gré à gré alors qu'elles présentent un risque d'abus de marché. Dans certains États

membres, les autorités de régulation ne peuvent pas obtenir auprès des opérateurs de télécommunications les enregistrements de données téléphoniques existants pouvant servir de preuve dans le cadre d'une enquête sur un abus de marché et des sanctions y afférentes, notamment s'il y a eu opération d'initiés. Par conséquent, certains abus de marché relevant de sanctions administratives ne sont parfois ni décelés ni réprimés. L'accès à ces informations est considéré comme un outil essentiel pour permettre aux autorités de régulation financières de mener à bien les tâches d'enquête et de répression qui leur reviennent. Certaines autorités de régulation n'ont pas le droit de pénétrer à l'intérieur d'un lieu privé et de saisir des documents. Par ailleurs, certaines autorités de régulation ne peuvent pas toujours accéder à certains éléments d'information essentiels concernant des opérations suspectes dont disposent des informateurs, car ces derniers ne bénéficient pas d'incitations ni, parfois, d'une protection suffisante. En outre, les autorités de régulation ne disposent pas des outils nécessaires pour s'attaquer aux «tentatives de manipulation de marchés» par lesquelles une personne essaie de manipuler le marché sans toutefois y parvenir.

Deuxièmement, les autorités compétentes ne disposent pas toutes d'une gamme complète de pouvoirs de sanction leur permettant de réagir à tous les abus en infligeant la sanction adéquate. À titre d'exemple, les autorités compétentes de huit États membres n'ont pas la possibilité de retirer des licences en cas de violation. Par ailleurs, le montant des amendes administratives dans certains États membres peut être considéré comme faible et trop peu dissuasif. Dès lors que les gains associés à une infraction relative à un abus de marché sont supérieurs aux sanctions attendues, l'effet dissuasif des sanctions est compromis. En outre, les autorités compétentes ne veillent pas toutes à la publication effective des sanctions imposées, alors que cela constitue un facteur important pour une application efficace. Enfin, dans certains États membres, les sanctions pénales qui ont un effet dissuasif important ne sont pas applicables à certains délits relevant d'opérations d'initiés et de manipulations de marché. Ces disparités compromettent le marché unique, ouvrent des possibilités d'arbitrage réglementaire et compliquent la coopération transfrontalière entre les autorités répressives.

1.4. Manque de clarté et de sécurité juridique

La MAD comporte certaines options et facultés, ainsi que certaines dispositions qui laissent des marges d'interprétation pour leur application pratique. Ces divergences et ces ambiguïtés ont entraîné des disparités quant aux règles applicables dans les États membres. Selon le rapport de Larosière, les options et facultés sont l'une des causes des distorsions de la concurrence et de l'arbitrage réglementaire et constituent donc un obstacle au fonctionnement efficient du marché unique. Le problème concerne notamment le concept des pratiques de marché admises, la communication d'informations privilégiées par les émetteurs et l'obligation pour les dirigeants des sociétés émettrices de déclarer leurs opérations sur instruments financiers.

1.5. Contraintes administratives disproportionnées pour les émetteurs, en particulier les PME

Des préoccupations ont été exprimées à propos du fait que peu de PME cherchent à lever des fonds sur les marchés des valeurs mobilières, en partie parce que les frais de cotation initiaux et courants dépassent les avantages associés à une cotation et du fait que la législation européenne constitue un obstacle trop important pour les PME

qui essaient d'avoir accès aux marchés financiers. Si la MAD devait être appliquée dans sa forme actuelle aux MTF, les PME cotées sur ces marchés seraient exposées à des frais plus élevés qu'actuellement. En effet, les marchés des PME dans plusieurs États membres bénéficient actuellement d'un régime adapté aux PME afin de contenir leurs coûts. Parmi les principaux problèmes qui se posent à cet égard, les parties prenantes citent les obligations de publier des informations susceptibles d'influer sur les cours, l'établissement de listes d'initiés et la déclaration des opérations effectuées par des personnes exerçant des responsabilités dirigeantes. On considère que ces obligations engendrent des dépenses et des contraintes administratives significatives pour les petites entreprises cotées.

2. LE SCENARIO DE REFERENCE ET LA SUBSIDIARITE

Si aucune mesure n'est prise au niveau de l'UE, les problèmes relevés ci-dessus ne recevront probablement pas de réponse concertée et risqueront de se répéter à l'avenir. Le résultat serait que certains marchés et certaines opérations échapperaient aux règles en matière d'abus de marché, que certains abus ne seraient pas sanctionnés ou le seraient mais de manière insuffisante et que les contraintes administratives découlant des disparités au niveau des législations nationales persisteraient. Même si les problèmes décrits plus haut ont d'importantes implications pour chaque État membre pris individuellement, leur incidence globale ne se manifeste pleinement que dans un contexte transfrontalier. En effet, l'abus de marché peut avoir lieu indépendamment du lieu où l'instrument est coté, ou négocié de gré à gré, si bien qu'il existe un risque que les réponses nationales à l'abus de marché soient contournées ou s'avèrent inefficaces en l'absence d'une action au niveau européen. Par ailleurs, une démarche cohérente est essentielle pour éviter l'arbitrage réglementaire. Dans ce contexte, une action de l'UE paraît justifiée sous l'angle du principe de subsidiarité.

Le principe de proportionnalité exige que l'intervention soit ciblée et n'excède pas ce qui est nécessaire pour atteindre les objectifs. Ce principe a guidé le processus tant lors de l'identification des options possibles qu'au cours de l'analyse et de la comparaison des options.

3. OBJECTIFS

Compte tenu de l'analyse du problème présentée ci-dessus, les objectifs généraux de la révision de la directive sur les abus de marché sont de renforcer l'intégrité du marché et la protection des investisseurs tout en garantissant un règlement uniforme et des conditions de concurrence homogènes et en renforçant l'attrait des marchés des valeurs mobilières comme source de financement pour les PME.

L'accomplissement de ces objectifs généraux nécessite la réalisation des objectifs spécifiques suivants:

- (1) s'assurer que la réglementation reste en phase avec l'évolution du marché;
- (2) assurer l'application efficace des règles en matière d'abus de marché;

- (3) renforcer l'efficacité de la réglementation sur les abus de marché en garantissant une clarté et une sécurité juridique accrues;
- (4) réduire les contraintes administratives dans la mesure du possible, en particulier pour les PME.

4. OPTIONS STRATEGIQUES

Les options sont regroupées en fonction des objectifs opérationnels qui découlent des objectifs particuliers susmentionnés.

4.1. Prévention des abus de marché sur les marchés organisés, les plates-formes et en ce qui concerne les opérations négociées de gré à gré

- (1) option 1: aucune mesure au niveau de l'UE;
- (2) option 2: étendre les règles sur les abus de marché aux contrats d'échange sur risque de crédit (CDS);
- (3) option 3: étendre les règles sur les manipulations de marché aux instruments négociés de gré à gré;
- (4) option 4: étendre les règles sur les abus de marché aux instruments uniquement admis à la négociation dans les MTF;
- (5) option 5: étendre les règles sur les abus de marché aux instruments uniquement admis à la négociation dans d'autres systèmes de négociation (autres que les MTF);
- (6) option 6: étendre les règles sur les abus de marché aux instruments négociés de gré à gré (bilatéralement);
- (7) option 7: améliorer la surveillance du trading haute fréquence;
- (8) option 8: améliorer la surveillance des entreprises d'investissement exploitant des systèmes de négociation, notamment des MTF.

4.2. Prévention des abus de marché sur les marchés des matières premières et les marchés des instruments dérivés sur matières premières

- (1) option 1: aucune mesure au niveau de l'UE;
- (2) option 2: étendre les définitions de l'information privilégiée et de la manipulation de marché aux contrats sur matières premières au comptant;
- (3) option 3: définir l'information privilégiée en ce qui concerne les instruments dérivés sur matières premières;
- (4) option 4: obligation pour les opérateurs sur les marchés au comptant de répondre aux demandes d'information émanant des autorités compétentes;

- (5) option 5: favoriser la coopération internationale entre les autorités de régulation des marchés financiers et physiques;
- (6) option 6: exiger des émetteurs d'instruments dérivés sur matières premières qu'ils publient les informations susceptibles d'influer sur les cours;
- (7) Option 7: clarifier les manipulations de marché en ce qui concerne les instruments dérivés sur matières premières.

4.3. Veiller à ce que les autorités de régulation disposent des informations et des pouvoirs nécessaires pour assurer une application efficace

- (1) option 1: aucune mesure au niveau de l'UE;
- (2) option 2: mettre en place la notification des ordres suspects et des opérations de gré à gré suspects;
- (3) option 3: interdire les tentatives de manipuler les marchés;
- (4) option 4: garantir l'accès aux enregistrements des échanges et des données téléphoniques des opérateurs de télécommunications pour instruire et sanctionner les abus de marché, sur la base d'un mandat judiciaire;
- (5) option 5: garantir l'accès à l'intérieur des lieux privés pour saisir des documents permettant d'enquêter sur les abus de marché et de les sanctionner, sur la base d'un mandat judiciaire;
- (6) option 6: accorder une protection et des mesures incitatives aux informateurs.

4.4. Garantir des sanctions cohérentes, effectives et dissuasives

- (1) option 1: aucune mesure au niveau de l'UE;
- (2) option 2: règles minimales communes pour les mesures et les sanctions administratives;
- (3) option 3: mesures et sanctions administratives uniformes;
- (4) option 4: instauration obligatoire de sanctions pénales;
- (5) option 5: règles minimales communes en ce qui concerne les sanctions pénales;
- (6) option 6: meilleure exécution des sanctions.

4.5. Réduire ou éliminer les options et facultés

- (1) option 1: aucune mesure au niveau de l'UE;
- (2) option 2: harmoniser les pratiques de marché admises;
- (3) option 3: supprimer les pratiques de marché admises et éliminer progressivement les pratiques existantes.

4.6. Clarifier certains concepts clés

- (1) option 1: aucune mesure au niveau de l'UE;
- (2) option 2: clarifier les modalités de communication différée des informations privilégiées;
- (3) option 3: notification en cas de communication différée des informations privilégiées;
- (4) option 4: déterminer les conditions de la communication différée en cas d'importance systémique;
- (5) option 5: clarifier la déclaration des opérations effectuées par des personnes exerçant des responsabilités dirigeantes.

4.7. Réduire les contraintes administratives, en particulier pour les PME

- (1) option 1: aucune mesure au niveau de l'UE;
- (2) option 2: régime de communication des informations privilégiées applicable aux PME;
- (3) option 3: dispenser les PME de communiquer des informations privilégiées;
- (4) option 4: harmoniser les listes d'initiés;
- (5) option 5: dispenser les PME d'établir des listes d'initiés;
- (6) option 6: supprimer la déclaration des opérations effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes;
- (7) option 7: harmoniser les exigences en matière de déclaration des opérations effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et augmenter les seuils pour l'ensemble des émetteurs, et notamment les PME;
- (8) option 8: régime applicable aux PME en ce qui concerne la déclaration des opérations effectuées par des personnes exerçant des responsabilités dirigeantes.

5. ÉVALUATION DES EFFETS DES OPTIONS PRIVILEGIEES

Les diverses options stratégiques ont été évaluées en fonction de critères d'efficacité et d'efficacité pour accomplir les objectifs qui leur sont liés. La comparaison des diverses options a permis d'aboutir aux conclusions suivantes:

- *Marchés organisés, plates-formes et opérations négociées de gré à gré*: l'option privilégiée est une combinaison des options 2, 3, 4, 5, 7 et 8. La combinaison des options 4, 5 et 8 garantirait des conditions de concurrence homogènes, un niveau de protection élevé des investisseurs et l'intégrité du marché pour les instruments financiers, quelle que soit la plate-forme sur laquelle les instruments sont admis à la négociation. La combinaison des options 2 et 3 garantirait aussi l'interdiction

formelle des manipulations de marché des instruments sous-jacents par l'intermédiaire des instruments dérivés négociés de gré à gré, tels que les CDS. L'option 7 permettrait aux autorités de régulation de déceler et de sanctionner plus facilement les pratiques de manipulation exercées au travers du courtage trading haute fréquence.

- *Instruments dérivés sur matières premières*: l'option privilégiée est une combinaison des options 3, 4, 5 et 7. Cette combinaison clarifiera les définitions et les interdictions actuelles tout en veillant à ce que les pratiques de manipulation concernant plusieurs instruments relèvent entièrement du champ d'application; elle offre aussi des conditions de concurrence homogènes aux investisseurs. Sur le plan des coûts, les producteurs d'instruments de couverture pourraient voir leurs frais augmenter et les autorités de surveillance devront investir dans de nouveaux outils de traitement et de surveillance des données. Sur le plan des avantages, les investisseurs sauront clairement quelles informations ils sont susceptibles de recevoir et l'attitude qu'ils doivent adopter sur les marchés dérivés.
- *Pouvoirs des autorités de régulation*: l'option privilégiée est une combinaison des options 2, 3, 4, 5 et 6. Cette combinaison garantira que les autorités de régulation disposent des pouvoirs adéquats pour déceler les abus de marché, notamment en facilitant la détection des opérations et des ordres suspects dans le cadre de la négociation de gré à gré et en sanctionnant les tentatives de manipuler les marchés. Elle garantira que, lorsqu'il existe des motifs raisonnables de soupçonner des abus de marché, les autorités compétentes auront le droit d'accéder aux enregistrements des données téléphoniques auprès des opérateurs de télécommunications et de pénétrer à l'intérieur de lieux privés sur la base de certaines garanties respectant la directive «Vie privée et communications électroniques» et la Charte des droits fondamentaux. Enfin, cette formule améliorera la détection en offrant aux informateurs une protection contre les représailles, ainsi que des mesures incitatives.
- *Sanctions*: l'option privilégiée est une combinaison des options 2, 4 et 6. Ces options, qui se renforcent mutuellement, garantiront des sanctions effectives, proportionnées et dissuasives dans le cadre des abus de marché. Conformément à l'article 83, paragraphe 2 du traité (TFUE), l'instauration obligatoire de sanctions pénales pour les délits d'initiés et de manipulations de marché, comme défini au niveau de l'Union, est jugée essentielle et proportionnée pour le bon fonctionnement du marché intérieur.
- *Options et facultés*: l'option privilégiée est l'option 3. La réalisation de cette option réduirait une source d'insécurité juridique, clarifierait le cadre juridique applicable et constituerait une avancée dans l'harmonisation des règles existantes dans l'UE.
- *Concepts clés*: l'option privilégiée est une combinaison des options 3, 4 et 5. Cette combinaison garantirait une sécurité juridique accrue en ce qui concerne la déclaration différée et les opérations effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes, tout en éliminant une option dans la directive.
- *PME/contrainte administrative*: l'option privilégiée est une combinaison des options 2, 4, 5 et 7. Ces quatre options réduiraient globalement les contraintes

administratives liées aux exigences du cadre relatif aux abus de marché en ce qui concerne les émetteurs et établiraient un régime particulier sur les abus de marché pour les PME auxquelles des contraintes administratives allégées s'appliqueraient.

6. SUIVI ET EVALUATION

La Commission surveillera la façon dont les États membres appliquent les modifications proposées dans l'initiative législative sur les abus de marché. L'évaluation des conséquences de l'application des mesures législatives pourrait avoir lieu trois ans après leur entrée en vigueur, dans le cadre d'un rapport au Conseil et au Parlement. Cette évaluation pourrait être rédigée sur la base d'informations communiquées par les autorités nationales compétentes relativement aux sanctions concernant les abus de marché, et d'un rapport rédigé par l'AEMF sur l'expérience acquise par les autorités de régulation.