

# Quelle réglementation pour les systèmes alternatifs de négociation ?

**La réforme en cours de la Directive sur les services d'investissement (DSI) de 1993 aborde, entre autres, la question épineuse de la réglementation des systèmes alternatifs de négociation (ATS <sup>1</sup>) afin de combler les lacunes de la réglementation actuelle.**

**Denis Guinaudeau**  
Avocat  
Lovells, Paris\*



**Philip Boys**  
Avocat  
Lovells, Paris\*



■ Les ATS sont des plates-formes électroniques d'acheminement et d'exécution automatique des ordres, et notamment des ordres de bourse. Ils peuvent fournir différents services en fonction des caractéristiques du marché du pays visé. Cependant, ils remplissent principalement deux fonctions : fourniture de services d'investissement et gestion d'un système de négociation, et ce sans être agréés généralement en qualité de marchés réglementés. Ces systèmes se sont développés aux Etats-Unis, il y a déjà plus d'une dizaine d'années, et ont fait depuis leur apparition dans plusieurs pays européens.

La DSI de 1993 ne régit pas les ATS. En effet, le problème des nouvelles infrastructures de négociation des ordres ne se posait pas lors de son adoption. Dès lors, la réglementation des ATS n'a pas manqué de soulever des incertitudes, notamment au titre de leur agrément et de leur surveillance. Néanmoins, l'activité des ATS n'échappe pas en Europe à toute réglementation, mais celle-ci se caractérise par un manque d'uniformité et par une certaine insuffisance eu égard aux fonctions assumées.

Après consultation des différents acteurs intéressés dans le cadre de la révision de la DSI, la proposition de directive du 19 novembre 2002 prévoit une

réglementation spécifique aux seuls systèmes de négociation multilatérale (MTF, *Multilateral trading facility*) à l'exclusion des systèmes de négociation bilatérale. Ces MTF sont définis comme étant des infrastructures multilatérales qui assurent la rencontre en leur sein d'intérêts acheteurs et vendeurs relatifs à des instruments financiers selon des règles non discrétionnaires, et ce pour aboutir à la conclusion de contrats.

## Une réglementation hétérogène et insuffisante

Trois situations peuvent se présenter pour l'entreprise qui gère un ATS, ce qui correspond à trois niveaux de réglementation.

- Si l'activité de l'ATS porte sur des instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé, il fournit alors un service d'investissement et doit obtenir un agrément en tant que prestataire de services d'investissement. Si l'on s'accorde à reconnaître qu'un ATS implique la fourniture d'un service d'investissement, dans ce cas, la question de savoir de quel service il s'agit, est plus délicate. On peut hésiter entre deux qualifications correspondant à deux services d'investissement distincts : réception-transmission d'ordres pour le compte de tiers et exécution d'ordres pour le compte de tiers. L'enjeu est important car selon la qualification retenue, le prestataire bénéficie ou non du passeport européen. En effet, l'activité de réception-transmission d'ordres pour le compte de tiers n'autorise pas le pas-

seport européen lorsqu'elle constitue la seule activité exercée par un prestataire. En revanche, l'activité d'exécution d'ordres pour le compte de tiers ouvre droit au passeport européen, ce qui permet au prestataire en question de fournir ses services dans toute l'Union européenne, sous certaines conditions de déclaration, soit par l'établissement d'une succursale, soit en libre prestation de services.

*« L'activité des ATS n'échappe pas en Europe à toute réglementation, mais celle-ci se caractérise par un manque d'uniformité et par une certaine insuffisance eu égard aux fonctions assumées. »*

Pour le Conseil des marchés financiers (CMF), l'activité des ATS est constitutive d'un service de négociation d'ordres pour compte de tiers. Un agrément du Comité des établissements de crédit et des Entreprises d'investissement (CECEI) est donc nécessaire après approbation par le CMF du programme d'activité du prestataire. À ce titre, un ATS doit respecter certaines obligations comptables, prudentielles, déontologiques et autres, afin de protéger les intérêts des investisseurs.

\* Nous tenons à remercier Jean-Louis Emery et Camelia Dragan pour leur contribution à cet article.

Cependant, en France, l'obligation de concentration des ordres sur un marché réglementé, posée à titre optionnel par la DSI et transposée en droit français, ne laisse pas beaucoup de place, dans ce premier cas de figure, au développement des ATS. En Europe, l'approche n'est pas uniforme, la plupart des ATS ayant un agrément pour la réception-transmission d'ordres.

- Si l'activité de l'entreprise porte sur des instruments financiers non admis à la négociation sur un marché réglementé ou admis sur un marché réglementé étranger, il n'est pas alors nécessaire d'obtenir un agrément puisque l'obligation de concentration et d'intermédiation ne s'applique pas dans cette situation.

- Dans le cas enfin, d'une activité d'organisation et de fonctionnement d'un marché réglementé, l'entreprise peut demander à être agréée en tant qu'entreprise de marché gérant un marché réglementé, mais elle doit notamment assurer un fonctionnement régulier de ce marché. Il existe en Europe quelques plates-formes agréées à ce titre mais un tel agrément n'est pas particulièrement facile à obtenir.

Ainsi, s'il n'existe pas en Europe de réglementation particulière applicable aux systèmes alternatifs de négociation, l'activité fournie par les ATS n'est pas pour autant dépourvue de toute règle puisqu'un agrément des autorités compétentes est nécessaire dans les pays de l'Union européenne qui assimilent généralement les ATS à des prestataires de services d'investissement et plus rarement à des entreprises de marché gérant un marché réglementé.

L'insuffisance vient du fait que les ATS peuvent concurrencer les marchés réglementés sans offrir les mêmes garanties, tout d'abord à l'égard des investisseurs, en termes d'information et de transparence quant aux conditions d'organisation et de fonctionnement du système qu'ils gèrent, mais également, à l'égard du marché lui-même, les abus de marché<sup>2</sup> étant plus difficiles à établir, la liquidité plus faible compte tenu de l'émiettement des ordres, le risque systémique plus important, les ATS n'étant pas soumis à des règles prudentielles équivalentes à celles des entreprises de marchés.

### **Vers une réglementation propre aux MTF**

Le niveau de réglementation des ATS a suscité de nombreuses réactions et réflexions. Une partie de la profession ainsi que des instances de régulation des marchés réglementés nationaux contestent la nécessité d'introduire un nouvel agrément pour l'activité des ATS et estiment qu'une adaptation des règles existantes d'organisation et de conduite posées par la directive de 1993 serait suffisante. C'est dans cette perspective que s'inscrivent les standards européens communs, élaborés par le CESR (*Committee of European Securities Regulators*) et rendus publics au mois de juillet 2002. Néanmoins, ainsi que le souligne la Commission européenne, il s'agit d'une solution provisoire puisqu'il est impossible, dans l'état actuel, d'extra-

poler aux entreprises d'investissement, les règles régissant les marchés réglementés en raison de la dichotomie stricte opérée par la DSI entre entreprises d'investissement et marchés réglementés.

La proposition de Directive prévoit une réglementation spécifique pour les MTF en adoptant une approche fonctionnelle. L'exploitation d'une MTF constituerait un nouveau service d'investissement soumis à agrément, le prestataire étant cependant régi par une réglementation spécifique, outre la réglementation générale applicable aux entreprises d'investissement, elle-même renforcée dans la proposition de directive. Cet agrément d'une MTF dans un pays membre serait va-

*« L'exploitation d'une MTF constituerait un nouveau service d'investissement soumis à agrément, le prestataire étant cependant régi par une réglementation spécifique. »*

lable sur tout le territoire de l'Union européenne, en vertu du passeport européen. Toutefois, une entreprise de marché pourrait exploiter une MTF sans agrément en qualité d'entreprise d'investissement.

Les obligations au titre de cette réglementation spécifique des MTF seraient similaires à celles des marchés réglementés pour ce qui concerne leur fonction de négociation et sont dictées en grande partie par les mêmes préoccupations. Elles ont pour finalité d'assurer un processus de négociation équitable, transparent et ordonné des différents instruments financiers. Ainsi, certaines obligations générales doivent être respectées quel que soit l'instrument financier négocié, alors que des règles spécifiques concernent les instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé et négociés également sur une MTF.

### Des règles générales d'organisation...

Quant aux conditions d'agrément, les entreprises d'investissement exploitant une MTF devraient en premier lieu, fixer des règles et des procédures de fonctionnement transparentes et non discrétionnaires, afin d'assurer l'exécution efficace des ordres au meilleur prix offert par la MTF, lesdites règles soumises à l'approbation préalable des autorités compétentes de l'Etat d'origine.

Elles doivent également dispenser une information claire aux utilisateurs sur la responsabilité relative au règlement des transactions exécutées sur une MTF. L'exploitant d'une MTF n'agit pas, en effet, en tant qu'intermédiaire et n'est pas, en principe, tenu des règles de bonne conduite applicables aux intermédiaires financiers prévues par la proposition de directive, qui constituent des garanties pour les investisseurs. Le souci de protection des investisseurs a encore justifié l'accès limité des MTF aux seules « contreparties éligibles ». Sont qualifiées ainsi les établissements de crédit, les entreprises d'investissement, les entreprises d'assurances, ou tout autre intermédiaire financier agréé ou réglementé comme tel dans les différents pays de l'Union européenne, les états membres pouvant y inclure d'autres catégories. Une contrepartie éligible peut cependant demander le respect par l'exploitant d'une MTF des règles générales de protection des investisseurs, à son égard.

Tous les instruments financiers pourraient être négociés sur une MTF, y compris les instruments financiers admis aux négociations sur un marché

réglementé. Il convient de préciser à cet égard qu'il n'est pas proposé de règles d'admission des instruments financiers à la négociation sur une MTF, similaires à celles des marchés réglementés.

*« La coexistence de plusieurs lieux de cotation pour les instruments financiers pourrait conduire à ce que les marchés réglementés n'offrent plus une référence fiable de prix. »*

Quant aux conditions d'exercice, la directive imposerait aux MTF de mettre en place des dispositions appropriées en vue de détecter les comportements révélateurs d'un abus de marché et tout autre dysfonctionnement de nature à perturber le marché, et de les communiquer aux autorités compétentes en vue de leur sanction. Les MTS auraient de manière générale l'obligation de coopérer avec les autorités compétentes.

### ... et des règles spécifiques selon les instruments financiers

La proposition de directive impose des obligations à géométrie variable selon la catégorie d'instruments financiers concernée: actions, instruments financiers et valeurs mobilières admis à la négociation sur un marché réglementé. Ces dispositions sont pour le moins confuses, la notion d'instruments financiers recouvrant aussi bien les actions que les valeurs mobilières.

S'agissant des actions admises aux négociations sur un marché réglementé, la proposition de directive pose des exigences de transparence pré et post-négociations, dont le respect devrait être assuré par les autorités compétentes. L'exigence de transparence pré-négociation consisterait à rendre publics, les cours acheteurs et vendeurs actuels affichés par leur système, pendant les heures de négociation et en continu. L'exigence de transparence post-négociation consisterait, quant à elle, à rendre public le détail des transactions (prix, volume, date) portant sur ces ac-

tions. Des exceptions à ses exigences peuvent être obtenues pour les systèmes d'*auction-crossing* (enchère) et pour les MTF n'impliquant pas l'affichage préalable des indications fermes de prix.

S'agissant des instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé, les MTF doivent respecter les instructions données par une autorité compétente en vue de la suspension ou du retrait d'un instrument financier de la négociation.

S'agissant, enfin, d'une valeur mobilière admise à la négociation sur un marché réglementé qui est également négociée sur une MTF sans l'accord de l'émetteur, la directive précise que ce dernier n'est pas soumis à une quelconque obligation d'information financière vis-à-vis de la MTF concernée.

### Les débats continuent

Malgré les consultations de place effectuées et sur lesquelles la réforme s'appuie, il n'est pas certain que les dispositions relatives aux MTF soient adoptées en l'état. Plusieurs critiques ont déjà été formulées en France. Elles sont soutenues par la crainte que les règles posées ne favorisent les MTF au détriment des marchés réglementés. Régies par des règles considérées dans l'ensemble plus souples que celles applicables aux marchés réglementés, les MTF seraient susceptibles de détourner des marchés réglementés un volume important de transactions. Par ailleurs, la coexistence de plusieurs lieux de cotation pour les instruments financiers pourrait conduire à ce que les marchés réglementés n'offrent plus une référence fiable de prix, et poser d'une manière générale un problème de liquidité. De plus, la multiplication des sphères de contrôle nuit à l'efficacité de ce contrôle.

Enfin, la proposition de directive met en place un système déconcentré de marchés remettant en cause le principe de concentration des ordres sur un marché réglementé. Cela provoque des critiques dans des pays où ce principe est bien ancré, tels que la France où les professionnels affichent leur septicisme quant à admettre que ces nouvelles dispositions sont dans l'intérêt des investisseurs. ●

1 *Alternative trading systems.*

2 Au sens de la directive du même nom, c'est-à-dire les opérations d'initiés et les manipulations de marché.