

LE CHARME DISCRET DES SYSTÈMES MULTILATÉRAUX DE NÉGOCIATION



**PHILIPPE
REDAELLI**
Directeur
juridique et
financier,
Powernext

L'activité consistant à gérer un marché d'instruments financiers a singulièrement évolué avec la directive MIF. D'un monopole légal encore récemment teinté de prérogatives de puissance publique, le texte européen en a fait un service d'investissement presque comme les autres. C'est dans le « presque » que réside toute la subtilité de la différence entre marchés réglementés et systèmes multilatéraux de négociation (SMN).

L'une des principales innovations de la directive MIF est la banalisation du service de marché. Qu'est-ce qu'une Bourse si ce n'est une forme sophistiquée de courtage ? Son objectif est en effet la rencontre de l'offre et de la demande dans des conditions économiquement pures, c'est-à-dire par le biais de règles non discrétionnaires qui évitent que soient prises en compte pour la détermination du prix d'autres variables que les besoins en quantité des acheteurs et des vendeurs aux prix qu'ils peuvent assumer.

Par ses règles de marché impartiales, la Bourse coupe court à toute tentative d'influence de l'une des parties à la transaction sur l'autre. Ce faisant, la Bourse constate des prix économiquement purs et répond à l'autre objectif principal qui lui est assigné, à savoir la détermination d'un prix de référence pour les valeurs qui y sont cotées. Il est en effet important pour la collectivité que quelqu'un le fasse. Comment savoir sinon quel est le prix d'un instrument financier ? Ou bien n'est-ce finalement pas si important

qu'il y ait un prix unique dès lors que chacun peut accéder en toute information aux différents marchés sur lesquels sont cotés les instruments qui l'intéressent, un peu comme on peut le faire pour tous les biens de consommation ?

En consacrant le service d'investissement consistant à gérer un SMN tout en maintenant – quoi qu'en l'assouplissant – la réglementation applicable aux marchés réglementés, la directive MIF répond à la question en libéralisant l'activité de gestion d'un marché sans toutefois aller jusqu'au bout de la logique de la banalisation du service de marché.

La nature des marchés réglementés et des SMN

La lecture des articles 4. 1. 14 et 4. 1. 15 de la directive MIF (repris aux articles L 421-1 et L 424-1 du Code monétaire et financier) sont édifiants sur les différences de nature entre les marchés réglementés et les SMN puisqu'il n'y en a pas : leur définition est identique au mot près.

Marchés réglementés et SMN sont

tous deux des systèmes multilatéraux au sens où ils assurent la rencontre de multiples intérêts acheteurs et vendeurs. La catégorie des systèmes multilatéraux comprend de nombreuses familles. Il suffit en première analyse de retenir que ces plateformes de marché s'opposent aux systèmes bilatéraux qui relèvent du courtage comme par exemple l'internalisation des ordres, autre grande innovation de la directive MIF. La plateforme de marché, qu'elle relève des marchés réglementés ou des SMN, doit organiser l'appariement en son sein même, c'est-à-dire qu'elle ne peut se contenter de constater des transactions qui ont déjà été formées ailleurs. Elle doit le faire selon des règles non discrétionnaires au sens où la rencontre de l'offre et de la demande ne doit être fondée que sur le prix et la quantité, pas sur la personne de la contrepartie. L'investisseur qui souhaite acheter sur une plateforme de marché ne peut refuser de le faire au motif que l'identité de sa contrepartie ne le satisfait pas... Enfin, marchés réglementés et SMN ont pour finalité que les intérêts

Powernext, un système multilatéral de négociation particulier

Longtemps pionnier en France pour avoir été lancé en 2001, trois ans avant l'entrée en vigueur de la directive MIF, il se caractérise par le type de produits cotés : des contrats à terme ferme sur énergie. Sont actuellement ouverts à la négociation des mégawatts/heures pour des termes allant d'un mois à plusieurs années et des périodes de livraison s'étalant d'un mois à un an. Ses membres sont des industriels européens mais aussi des banques

d'investissement et des intermédiaires. Powernext a été instauré dans le contexte de la libéralisation du secteur de l'énergie en Europe. L'harmonisation des régimes de plateformes de marché par la directive MIF facilitera probablement son insertion dans le mouvement d'intégration des Bourses européennes de l'énergie, secteur certes accessoire aux marchés financiers mais crucial pour l'industrie énergétique.

se rencontrant en leurs seins aboutissent à la conclusion de contrats. Ce sont des machines à transformer des ordres en transactions.

Pour le juriste de droit civil, marchés réglementés et SMN ne sont donc que des mécanismes précontractuels qui organisent la rencontre des offres de contracter d'acheteurs et de vendeurs d'instruments financiers. Ils ont donc la même nature. Pourtant, le régime qui leur est applicable montre que ces deux types de marchés répondent à des finalités différentes.

Le régime des marchés réglementés et des SMN

Le régime des marchés réglementés et des SMN est sur un grand nombre de points similaire. Quoi que, selon une procédure formulée différemment, les règles de marché soient approuvées par l'Autorité des marchés financiers. La gestion opérationnelle du marché doit garantir son bon

fonctionnement, y compris au sens de l'absence de conflits d'intérêts avec d'autres activités. Les marchés doivent être surveillés et les abus de marchés faire l'objet d'un signalement aux autorités de marché, lesquelles peuvent suspendre les négociations dans certains cas particuliers. Marchés réglementés et SMN bénéficient d'un passeport qui leur permet de s'établir dans tout État de l'Union. La transparence des ordres et des transactions doit être assurée dans les deux types de marchés.

Plusieurs différences de régime caractérisent cependant marchés réglementés et SMN. La première tient à la différence de régime de l'autorisation préalable applicable à l'entreprise qui gère la plateforme. Pour être qualifié comme tel, un marché réglementé doit faire l'objet d'une reconnaissance décidée par arrêté du ministre chargé de l'économie sur proposition de l'Autorité des marchés financiers et sa gestion est réservée aux « entreprises de marché » alors que la gestion d'un SMN n'est qu'un simple service d'investissement qui peut être exercé par toute entreprise d'investissement dans les mêmes conditions que les autres services d'investissement ou bien par une entreprise de marché.

L'autre différence principale tient au régime applicable aux actions cotées. Alors que le consentement de l'émetteur est requis sur les mar-

chés réglementés, tel n'est pas le cas sur les SMN. Il en résulte que des cotations « non autorisées » peuvent avoir lieu sur des SMN. La réglementation en tire quelques conséquences. Ainsi, les règles applicables en matière de transparence pré et post-négociation sur les SMN sont beaucoup plus contraignantes s'il s'agit d'actions cotées par ailleurs sur un marché réglementé.

Certaines contraintes continuent donc de peser sur les marchés réglementés alors que les gestionnaires de SMN s'en voient dispensés. De cette façon, la réglementation boursière continue de considérer qu'au-delà de la simple opération de courtage, la gestion d'une plateforme de marché peut répondre à des objectifs d'intérêt général tout en admettant qu'elle peut également s'envisager comme un simple service commercial. Dès lors, les investisseurs sont libres de choisir la plateforme de négociation sur laquelle seront exécutés leurs ordres de Bourse. De lourdes obligations pesant sur les intermédiaires financiers, telles que la meilleure exécution, viennent d'ailleurs garantir qu'ils exerceront ce choix en toute information. Les marchés financiers version MIF sont donc plus libéralisés et plus transparents. Mais tous les investisseurs sauront-ils s'y retrouver? Comme dans d'autres industries libéralisées, liberté rime en effet avec complexité. ■

“ Les marchés financiers version MIF sont plus libéralisés et plus transparents. Mais tous les investisseurs sauront-ils s'y retrouver? Comme dans d'autres industries libéralisées, liberté rime avec complexité. ”