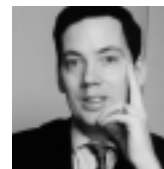


# Chronique financière et boursière



**HUBERT DE VAUPLANE**  
Direction des affaires juridiques  
**BNP Paribas**  
Président AEDBF



**JEAN-JACQUES DAIGRE**  
Professeur de droit, **Paris I**

## II Actualités réglementaires

### Reconnaissance et réglementation des systèmes multilatéraux de négociation.

Décision n° 2003-02 du CMF, du 1<sup>er</sup> octobre 2003, relative aux systèmes multilatéraux de négociation. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, « Droit des marchés financiers », 3<sup>e</sup> éd., Litec 2001, n° 359 s.

Les prestataires de services d'investissement qui envisagent de gérer un système multilatéral de négociation doivent en informer préalablement l'autorité de régulation.

Avant de se fondre dans l'Autorité des marchés financiers, le CMF a pris, le 1<sup>er</sup> octobre 2003, une décision générale n° 2003-02<sup>1</sup> qui introduit en droit français les « *Standards for Alternative Trading Systems* » adoptés en juillet 2002 par le Comité européen des régulateurs de marché de valeurs mobilières (CESR) et, par anticipation, les dispositions de la future directive sur les services d'investissement, qui consacrera et encadrera les « *Multilateral Trading Facilities* ». Ces systèmes multilatéraux de négociation, que l'on dénommera ci-après SMN, recouvrent une réalité protéiforme. Le cœur est constitué par de véritables bourses privées, c'est-à-dire des marchés organisés qui réalisent une confrontation générale d'offres, dégagent un prix et concluent des transactions, mais certains se contentent de conclure à un prix importé d'un autre système. D'autres se limitent même à la centralisation et l'ordonnement des offres d'achat et de vente pour les transmettre à un autre système, voire ne sont que de simples mécanismes de routage électroniques<sup>2</sup>. La décision n° 2003-02 du CMF, à l'image de la future directive sur les services d'investissement, ne régit que les premiers, qui centralisent des offres multiples et concluent des tran-

sactions. Là est en effet l'essentiel, au moins du point de vue juridique. Ainsi s'esquisse une distinction fondamentale entre les systèmes multilatéraux de transactions et les simples systèmes de centralisation et transmission d'ordres. Encore faut-il que les premiers mettent en présence des intérêts multiples et n'organisent pas simplement la rencontre d'une offre et d'une demande. Seuls les systèmes de confrontation multilatérale et de conclusion de transactions méritent l'appellation de SMN et justifient une réglementation particulière, les mécanismes de confrontation bilatérale ou de simple mise en contact n'ayant pas vocation à être spécialement organisés, chacun pouvant y défendre son intérêt. Si la décision n° 2003-02 ne définit pas ce qu'il faut entendre par SMN, le Règlement général du CMF le fait dans le sens indiqué ci-dessus. L'article 2-1-4, complété en juillet 2003, les définit en effet de la manière suivante : systèmes « *qui, sans avoir le statut de marché réglementé, appartient des intentions multiples d'achat et de vente portant sur des instruments financiers, conformément à des règles publiées, de telle sorte qu'il en résulte une transaction* »<sup>3</sup>. Le texte français rejoint ainsi, par anticipation, la définition que donnera la future directive sur les services d'investissement<sup>4</sup>.

Tout prestataire de services d'investissement qui désire gérer un tel système doit en informer préalablement l'Autorité de régulation. Il faut comprendre que cette information se transmute en demande d'agrément lorsque l'organisateur n'a pas la qualité de PSI. La décision n° 2003-02 du CMF détermine les informations à transmettre à l'autorité de régulation. À ce titre, on notera surtout l'obligation de définir les règles du système (conditions d'adhésion, modalités de confrontation des ordres, information des participants et du public, procédures de suspension, délais et conditions de dénouement et responsabilité du prestataire en cas de dysfonctionnement du système

1 Cf. Th. Bonneau : *Droit des sociétés*, décembre 2003, commentaire n° 216, p. 31.

2 J.-J. Daigre, *Les ATS*, Mélanges AEDBF-France III, Banque éd., 2001, p. 425.

3 Arrêté du 25 juillet 2003 : JO du 14 août 2003.

4 Th. Bonneau : *Droit des sociétés*, avril 2003, commentaire n° 78, p. 31.

ou de défaillance d'un participant), qui doivent garantir l'égalité de traitement des participants et préciser les moyens de contrôler leur application et de sanctionner leur violation. De même, si le prix n'est pas importé d'un système extérieur, le SMN doit garantir une formation équitable des prix, c'est-à-dire le meilleur prix disponible dans le système compte tenu de la production et la taille de l'ordre. Notons, à cet égard, que le PSI exploitant un SMN ne pourra pas y exécuter des ordres pour compte propre, ce qui est destiné à éviter tout conflit d'intérêt. La décision va au bout de sa logique et exige que l'activité de gestion d'un SMN soit séparée du reste de l'activité d'exécution d'ordres pour compte de tiers, ce qui revient à exiger l'érection d'une « muraille de Chine » entre les deux. Elle impose également un fonctionnement transparent et, en particulier, la communication sans délai d'informations sur les meilleures offres et les meilleures demandes et sur les transactions effectuées. De même, le système devra déclarer sans tarder à l'autorité de régulation les transactions réalisées et assurer la conservation des données relatives aux transactions pendant cinq ans. Les règles doivent enfin prévoir le système de règlement-livraison permettant le dénouement des transactions. En revanche, il n'est pas tenu d'envisager l'intervention d'une chambre de compensation. Là se révèle la quasi-identité entre un marché réglementé et un système multilatéral de négociation. Certes, le premier est géré par une entreprise spécialisée, une entreprise de marché, spécialement agréée pour cela et, par conséquent, dotée d'une reconnaissance officielle, mais la proximité est grande entre les deux, de sorte que la concurrence sera directe lorsqu'elle sera libre en France.

Reste à préciser quel peut être le domaine d'intervention de ces systèmes. En France, tant que demeure le principe de concentration, ils n'ont que peu d'espace disponible. Ils peuvent apparier des titres non cotés ou des titres du marché libre OTC ; ils peuvent organiser des transactions sur des titres cotés à l'étranger ; ils peuvent enfin négocier des blocs, en particulier d'obligations, dont on sait qu'elles sont essentiellement transmises hors de leur marché de cotation. Mais un champ illimité leur sera ouvert demain, lorsque la future DSI aura supprimé le principe de concentration. Alors, les SMN seront en compétition avec les marchés réglementés et pourront également, comme ils le font déjà aux États-Unis, en Angleterre et dans d'autres pays, négocier des titres cotés sur un marché réglementé français.

■