

CONSULTATION AMF
Modifications du RG AMF
concernant les marchés réglementés et les SMN
-
Observations de l'AMAFI

L'AMF a mis en consultation, du 4 juillet au 26 septembre 2014, diverses modifications qu'elle propose d'apporter à certaines dispositions du Livre V de son Règlement général relatives aux mesures devant être prises par les opérateurs d'un marché réglementé (MR) et les gestionnaires d'un système multilatéral de négociation (SMN). Leur objet est de mettre en œuvre les dispositions introduites par la loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires (art. L. 421-16-1 et L. 424-4-1) qui, en laissant au RG le soin d'en préciser les conditions d'application, soumettent ces personnes à diverses obligations concernant la robustesse de leurs systèmes, leur capacité à gérer les perturbations susceptibles d'affecter le mécanisme de détermination du prix, ainsi que la prévention des risques liés à l'utilisation d'un dispositif de traitement automatisé.

Le contenu de ces obligations est fixé par la loi au mot près dans les mêmes termes qu'il s'agisse d'un MR ou d'un SMN. De cette identité de rédaction, l'AMF semble tirer comme conséquence la nécessité que son règlement général applique, sous réserve des adaptations réclamées par la structure des dispositions existantes du règlement général, les mêmes règles aux SMN qu'aux MR. L'AMAFI considère toutefois qu'un tel choix n'est pas approprié :

- Tout d'abord, il doit être souligné que la définition des MR et des SMN, fixée par le Code monétaire et financier en transposition de la directive MIF n'est pas exactement la même. En effet, alors que l'article L. 421-1 détermine qu'un MR « *fonctionne régulièrement* », c'est-à-dire en l'occurrence avec régularité, l'article L. 424-1 ne prévoit rien de tel pour les SMN.

Cette différence est fondamentale dans le contexte des nouvelles obligations que le Règlement général met en œuvre. Car même si ces obligations sont définies identiquement, elles doivent nécessairement s'apprécier à l'aune des systèmes auxquels elles s'appliquent, et dont la définition n'a pas été modifiée par la loi du 26 juillet 2013. Par essence par exemple, la robustesse attendue d'un système de négociation ne peut pas être la même selon qu'il est exigé ou non qu'il fonctionne avec régularité.

- Cet aspect doit être d'autant plus pris en compte qu'il est important de considérer par ailleurs la nature des systèmes auxquels s'appliquent ces nouvelles obligations. Il existe en pratique deux natures de SMN. Les premiers traitent des titres ayant la qualité de titres admis aux négociations sur un marché réglementé : étant en concurrence frontale avec les MR (conformément d'ailleurs à l'un des objectifs assignés à la directive MIF), et compte tenu de leur rôle dans la liquidité disponible sur les titres concernés, il peut en effet être jugé nécessaire, malgré leur différence de définition, d'aligner aussi étroitement que possible les obligations des uns et des autres. Les seconds en revanche ne traitent que des titres non négociés par ailleurs sur des MR.

Dans le domaine des marchés actions, ces derniers SMN, qui sont les seuls placés à ce jour sous la compétence de l'AMF, sont particulièrement importants parce qu'ils ouvrent un marché secondaire qui, même si sa liquidité est souvent faible, augmente notablement pour les investisseurs qui le souhaitent leurs possibilités d'investissement ou de désinvestissement. De ce fait, ces SMN facilitent les capacités des entreprises concernées (PME en l'occurrence) à accéder à des financements de marché, dont l'enjeu pour la croissance a notamment été exposé par l'Autorité dans son Plan stratégique. On peut d'ailleurs penser que l'importance du service apporté par ces SMN se renforcera au fur et à mesure que se développera le placement de titres au travers du financement participatif, dont la montée en puissance est résolument encouragée par les pouvoirs publics et l'AMF.

Nul doute alors que pour préserver la viabilité économique de ces SMN, il faille veiller à ne pas les assujettir à des obligations disproportionnées car dimensionnées par rapport à ce qui est attendu d'un MR.

- La préoccupation a d'autant plus d'acuité que si le législateur a voulu « anticiper » ainsi un certain nombre d'exigences qui résulteront de MIF 2, la cohérence de cette anticipation n'est pas assurée et l'est d'autant moins que le nouveau dispositif amènera vraisemblablement des systèmes qui n'avaient pas jusqu'ici cette qualité à se qualifier en SMN. Les mesures d'application de MIF 2, correspondantes à celles que doit prévoir l'AMF en application de la loi française, ne sont à cette date qu'en cours de discussion sans que leur contenu exact soit fixé.

Il est ainsi important de ne pas rigidifier par avance, alors que la loi ne l'exige pas, les contraintes des SMN. Il sera toujours temps d'adapter les règles au regard de ce que déterminera la norme européenne lorsqu'elle sera fixée et applicable dans les Etats membres.

- Certes, on peut objecter que même si les dispositions du règlement général sont similaires, ce qui sera imposé en pratique aux SMN qui ne traitent que des titres non cotés n'aura pas la même intensité que pour les MR. Il semblerait difficile d'ailleurs, voire absurde, d'exiger d'acteurs comme Alternativa et le Marché Libre qu'ils répondent aux mêmes exigences qu'Euronext Paris.

L'AMF semble d'ailleurs consciente de ces écueils. L'article 231-10 qu'il est proposé d'insérer dans le RG ne fait en effet que reprendre, quasi mot à mot, les dispositions légales sans y apporter de précision.

De manière générale, l'AMAFI considère que la modification du RG devrait être l'occasion de préciser les notions d'« *extrême volatilité des marchés et de graves tensions sur les marchés* » (art. L. 511-3, 3° et 522-1-1 (a)) ainsi que celle de « *transactions manifestement erronées* » pouvant être annulées dans « *des cas exceptionnels* » (art. L. 514-4 et 522-1-1 (e)), introduites par le législateur. Au-delà en effet des MR et SMN, ces notions ont aussi des impacts sur les intervenants de marché, et il convient donc de réduire l'incertitude.

A défaut toutefois de procéder à une mise à plat approfondie, l'AMAFI estime à tout le moins souhaitable que l'article 231-10 soit complété *in fine*, par un alinéa disposant :

« Les obligations prévues par le présent article sont mises en œuvre en tenant compte de la nature des titres qui sont traités sur le système multilatéral de négociation, du modèle d'appariement des titres qu'il utilise, des volumes qui y sont habituellement échangés ainsi que de la typologie des personnes qui, directement ou indirectement, y réalisent des transactions. »