



HAL
open science

Le retour en grâce du modèle que constitue le “ marché réglementé ” ?

Thierry Granier

► **To cite this version:**

Thierry Granier. Le retour en grâce du modèle que constitue le “ marché réglementé ” ?. Bulletin Joly Bourse, 2012, 12. hal-01424873

HAL Id: hal-01424873

<https://hal.science/hal-01424873>

Submitted on 5 May 2018

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Le retour en grâce du modèle que constitue le « marché réglementé » ?

Auteur : Thierry Granier, professeur à Aix-Marseille université, co-directeur du Centre de Droit Économique (EA 4224)

Contribution issue de : Bulletin Joly Bourse (BJB), n°12, déc. 2012, p. 550 et s.

Résumé : Le marché réglementé après avoir été considéré comme un modèle en déclin est peut-être en train de reprendre vigueur. En effet, les systèmes multilatéraux de négociation se voient offrir la possibilité de recourir aux mécanismes propres aux marchés réglementés pour asseoir leur développement. Ces mêmes mécanismes ont paru adaptés pour sécuriser le jeune marché des quotas d'émission de gaz à effet de serre. Il semble de plus que le législateur européen s'appuie sur les principes de fonctionnement de ces marchés pour réformer la directive sur les marchés d'instruments financiers.

Le marché réglementé après avoir été considéré comme un modèle en déclin est peut-être en train de reprendre vigueur. En effet, les systèmes multilatéraux de négociation se voient offrir la possibilité de recourir aux mécanismes propres aux marchés réglementés pour asseoir leur développement. Ces mêmes mécanismes ont paru adaptés pour sécuriser le jeune marché des quotas d'émission de gaz à effet de serre. Il semble de plus que le législateur européen s'appuie sur les principes de fonctionnement de ces marchés pour réformer la directive sur les marchés d'instruments financiers.

Le marché réglementé est le descendant direct de ce qu'il était convenu d'appeler autrefois « la Bourse ». En France, la bourse de Paris était prise en charge et organisée par la Compagnie nationale et la chambre syndicale des agents de change. Les pouvoirs publics avaient, en effet, confié à ces organismes des attributions en matière de discipline de la profession et de réglementation des marchés. Au fil des scandales et des crises, la législation étatique se renforçait. En réaction, des marchés se sont organisés en dehors de cet édifice réglementaire qui se construisait peu à peu, de manière non officielle tout d'abord. Ainsi, des courtiers, opérant dans les couloirs (1) du bâtiment où se tenait la bourse, ont pris en charge des transactions portant notamment sur des effets publics, principalement à terme, des opérations qui ne pouvaient être réalisées par les agents de change. Ce marché d'abord

contesté, puis admis dans les années quarante, a finalement disparu en 1961 ; il a été en quelque sorte remplacé, en 1962, par ce qui a été appelé le « marché hors cote ». Ce marché permettait d'accueillir des opérations effectuées par des entités qui ne remplissaient pas ou plus les conditions pour accéder à la cote officielle. Au total, au début des années soixante, coexistaient la cote officielle, marché assez lourdement réglementé pour utiliser un raccourci, et le marché hors cote qui permettait des transactions dans des conditions allégées. Même si ce dernier marché était résiduel, deux modèles de marché étaient bien présents.

Le centre de gravité de ce schéma comprenant d'un côté, un marché financier centralisé, sous le contrôle étroit des pouvoirs publics et en situation de quasi-monopole et, de l'autre côté, un marché accordant des conditions plus souples pour les transactions financières, mais marginal, a évolué. Les grandes bourses des pays industrialisés se sont progressivement privatisées entre les années soixante-dix et deux mille, l'industrie financière s'est en effet mise en place à l'occasion d'un mouvement dit de « dérégulation » (qu'il serait plus judicieux de considérer en réalité comme une modification du paradigme de la régulation de ce secteur). Les États européens, notamment parce qu'ils étaient à la recherche de moyens non inflationnistes, ont mis en œuvre cette mutation afin de faciliter la levée directe de capitaux par les entreprises et de permettre aux administrations de se financer sur un marché liquide attrayant pour les investisseurs institutionnels (2).

Juridiquement, deux étapes traduisant ce mouvement peuvent être rappelées. Tout d'abord, la directive n° 93/22/CEE du 10 mai 1993 relative aux services d'investissement (dite DSI) a redessiné le paysage financier européen. Pour ce qui est de la question des marchés à proprement parler, ce texte a fait nettement émerger la notion de marché réglementé, sans pour autant déterminer les autres types de marchés qui, dès lors, ne pouvaient être compris que négativement (c'est-à-dire comme ne répondant pas à la définition des marchés réglementés). Le dispositif ainsi mis en place a ensuite été revu par la « célèbre » directive n° 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers (dite MIF). Cette directive a non seulement défini les marchés réglementés, mais aussi les autres types de marchés désignés sous le vocable de « systèmes multilatéraux de négociation ». Elle a également offert la possibilité à certains opérateurs de confronter les ordres de leurs clients par un mécanisme dit d'internalisation³. De plus, la directive a conduit à la suppression du mécanisme de concentration des ordres qui donnait aux États la possibilité d'exiger que les transactions répondant à des critères définis soient effectuées sur un marché réglementé.

Ainsi, après la transposition dans les États membres de la directive n° 2004/39 du 21 avril 2004 (MIF), le monde des marchés financiers comprenait, d'une part, des marchés dits « réglementés » encadrés par un édifice normatif fourni, soumis à des règles de transparence et à des règles envisageant les abus sur ces marchés, étant entendu qu'ils étaient placés sous la surveillance étroite d'un régulateur. D'autre part, la mise en place d'autres marchés ayant la latitude de s'affranchir de bon nombre de règles (4) et pouvant agir en grande partie hors du périmètre d'intervention du régulateur était ouverte. Ces différents types de marché

pouvaient donc être mis en concurrence réalisant ainsi le projet des États européens de voir s'installer des moyens diversifiés de levée des fonds, précédemment évoqué. C'est ainsi que le professeur Jean-Jacques Daigre pouvait à juste titre s'interroger sur l'avenir du modèle de marché réglementé en tant que moyen de financement de l'économie (5). Suivant la logique inscrite dans cette réglementation, le marché réglementé était en effet appelé à devenir un marché parmi d'autres, les autres ayant l'avantage d'être plus faciles d'accès et d'avoir un fonctionnement plus souple peu soumis au contrôle du régulateur public...

À peine la directive MIF était-elle transposée en France (2007), crise financière aidant, il est apparu peu à peu que le marché réglementé, et le modèle qu'il représente, conservait un certain intérêt. En effet, très rapidement des systèmes multilatéraux de négociation ont eu recours aux mécanismes de marchés réglementés pour asseoir leur développement (I). De plus, il faut constater que le marché réglementé a été considéré comme une solution pour sécuriser le marché des quotas d'émission de gaz à effet de serre (II). Enfin, il semble que le projet de réforme de la directive MIF a pris en compte des limites certaines du dispositif précédent, notamment en ce qui concerne les infrastructures de marché (III).

I – Le recours aux mécanismes de marchés réglementés par les systèmes multilatéraux de négociation

Bien que la directive MIF n'ait pas prévu de passerelle entre les marchés règlementés et les systèmes multilatéraux de négociation, le régulateur français a rapidement mis en place une possibilité établissant un lien entre les deux systèmes. En effet, l'Autorité des marchés financiers (AMF) a prévu ce qu'elle a appelé les systèmes multilatéraux de négociation « organisés ». Ces marchés, aux termes de l'article 524-1 de son règlement général, voient leurs règles de marché approuvées par l'AMF, se soumettent aux dispositions relatives aux abus de marché, rendent compte à cette même Autorité des ordres portant sur les instruments financiers admis sur leur système et mettent en place une procédure d'offre obligatoire. De plus, les règles de ces systèmes doivent prévoir des procédures à mettre en œuvre en cas de prise de contrôle des émetteurs dont les instruments financiers sont admis à leurs négociations et, plus généralement, ils se placent sous un contrôle beaucoup plus étroit du régulateur financier que les autres systèmes multilatéraux non organisés.

Autrement dit, le régulateur offre la possibilité à un système multilatéral qui n'en a pas le statut de s'aligner sur le fonctionnement d'un marché réglementé. Le législateur lui-même prend en compte cette situation. Par exemple, la loi n° 2012-387 du 22 mars 2012 dite *Warssman II*, continuant un mouvement précédemment amorcé, accorde la possibilité aux sociétés dont les actions sont admises sur un système multilatéral de négociation organisé, comme Alternext, de racheter ses actions dans les mêmes conditions que les sociétés dont les actions sont admises sur un marché réglementé⁶. Dans le même ordre d'idée, depuis la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010, les gérants des systèmes multilatéraux peuvent demander

au régulateur financier l'application des règles relatives aux offres publiques de retrait et retrait obligatoire propres aux marchés réglementés, selon des modalités fixées par l'AMF⁷. Enfin, pour illustrer encore cette « convergence »⁸ entre les systèmes multilatéraux de négociation et le marché réglementé, il est possible de mentionner le fait que le règlement général de l'AMF, depuis une modification homologuée par un arrêté du 14 juin 2012, fait entrer dans le champ d'application de la réglementation des offres publiques d'acquisition les systèmes multilatéraux de négociation organisés, alors que jusque-là, elle ne concernait que les marchés réglementés.

Concrètement, le système multilatéral de négociation organisé qui est principalement visé pour l'instant par ces différents textes est le marché Alternext. Ce marché, mis en place en 2005, était destiné à l'origine à accueillir des sociétés d'envergure moindre que celles qui ont accès aux marchés réglementés. Il avait vocation à l'origine à devenir le marché de référence des petites et moyennes entreprises de la zone euro, ces dernières n'ayant pas de structures adaptées pour entrer sur les marchés réglementés. Alternext n'a pas connu un développement spectaculaire, le législateur tente périodiquement d'améliorer son cadre de fonctionnement, d'une part, en recherchant plus de simplicité et de souplesse⁹ et, d'autre part, en édictant des dispositions visant à améliorer la cohérence et la transparence du marché. Ce second volet, comme cela a été montré plus haut, se traduit par l'utilisation des règles applicables sur les marchés réglementés qui sont de nature à sécuriser les investisseurs des systèmes multilatéraux de négociation. Ce mouvement peut également être mis en lumière à l'occasion de la mise en place du marché de quotas d'émission de gaz à effet de serre.

II – Le marché réglementé moyen de sécurisation du marché des quotas d'émission de gaz à effet de serre

Sans revenir en détail sur l'ensemble du processus, il convient de rappeler que le protocole de Kyoto, signé en 1997, qui avait pour objectif de diminuer les émissions de gaz à effet de serre, a ouvert la voie pour l'installation de systèmes faisant appel aux mécanismes de marché en créant des quotas échangeables dans un système de plafonnement d'échanges. L'Union européenne a effectivement installé un tel marché par la directive n° 2003/87/CE du Parlement européen et du Conseil, du 13 octobre 2003 établissant un système communautaire d'échange de quotas d'émission de gaz à effet de serre dans la communauté (SECQE). Cette directive pose d'abord le principe de l'autorisation d'émission de gaz à effet de serre et dessine les conditions d'obtention de cette autorisation. Elle prévoit également un plan d'allocation des quotas de gaz à effet de serre (le volume d'admission pour un groupe d'acteurs économiques est plafonné¹⁰) et détermine différentes règles relatives à la méthode de leur allocation, à leur transfert, à leur restitution et à leur annulation. La transposition en France de la directive est intervenue par une ordonnance n° 2004-330 du 15 avril 2004 qui a

intégré le mécanisme communautaire dans les articles L. 229-2 et suivants du Code de l'environnement (11).

Ce dispositif prévoit d'abord que des installations et exploitations rejetant des gaz à effet de serre dont la liste est fixée par décret sont soumises à autorisation pour leurs émissions. L'État affecte ensuite à ces acteurs des quotas d'émission. L'article L. 229-7 du Code de l'environnement a défini ces quotas comme étant des unités de compte représentatives de l'émission de l'équivalent d'une tonne de dioxyde de carbone. À l'issue de chacune des années civiles de la période d'affectation, l'exploitant restitue à l'État, sous peine de sanction, un nombre de quotas égal au total des émissions de gaz à effet de serre résultant de ses activités, que ces quotas aient été délivrés ou qu'ils aient été acquis. Concrètement, ces quotas qui sont qualifiés de « biens meubles » par l'article L. 229-15 du Code de l'environnement sont susceptibles d'être achetés ou vendus par les intéressés qui ont rejeté des gaz à effet de serre au-delà ou en deçà de l'autorisation qui leur avait été accordée. Ces biens ainsi définis sont donc les instruments qui font l'objet d'échange.

Les autorités communautaires, et donc nationales, ayant choisi de peu réguler les opérations d'échange, ces dernières sont intervenues soit de gré à gré, soit sur des marchés organisés par différents acteurs. Dans ce dernier cadre, les quotas d'émission de gaz à effet de serre ont initialement pu circuler sur le marché Powernext, créé en 2001, à la suite de la libéralisation du secteur de l'électricité. Ce marché de l'énergie a d'abord mis en place des plateformes de négociation de l'électricité, puis a lancé en 2005 « Powernext Carbon », marché au comptant accueillant les échanges des quotas européens d'émission de gaz à effet de serre. Cette dernière activité a été cédée fin 2007 à NYSE Euronext qui a créé, avec la Caisse des dépôts et consignations, le marché Bluenext, devenu un marché de référence au comptant dans ce domaine, tandis que ECX (European Climate Exchange), installé à Londres se spécialisait dans les contrats à terme ayant pour sous-jacent des quotas.

La régulation allégée de ces échanges, choix des autorités publiques, a permis à certains acteurs d'avoir des comportements frauduleux qui ont occasionné de graves dysfonctionnements dans le marché de quotas. En avril 2006, ce dernier a connu une forte chute des prix, provoquée par la révélation d'une demande des entreprises assujetties au système européen d'échanges structurellement inférieure à l'offre de quotas. Puis, en 2009, une fraude massive à la Taxe sur la valeur ajoutée (TVA) en Europe a été découverte, nécessitant l'adaptation en urgence du régime fiscal applicable aux quotas dans plusieurs États membres, puis à l'échelon communautaire. Ensuite, en février 2010, les registres nationaux de quotas européens ont été l'objet d'une tentative de piratage informatique. Enfin, en mars 2010, sont apparus sur le marché européen des crédits internationaux qui avaient déjà été restitués par des entreprises et étaient inutilisables par les acteurs assujettis, à la suite de la décision du gouvernement hongrois de mettre en vente des crédits déjà restitués par des entreprises de ce pays (12).

La réponse des autorités publiques à ces fraudes et désordres a été de placer le marché Bluenext, qui accueille les échanges des quotas d'émission de gaz à effet de serre (voir plus haut), sous le statut de marché réglementé. En effet la loi n° 2010-1249 dite de régulation bancaire et financière a élargi la catégorie des actifs susceptibles d'être traités sur un marché réglementé d'instruments financiers en autorisant les quotas d'émission de gaz à effet de serre à la négociation sur ce type de marché. En d'autres termes, aujourd'hui, la notion de marché réglementé concerne les transactions d'instruments financiers tels que définis par l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier (13) ainsi que les transactions de quotas d'émission de gaz à effet de serre¹⁴. Concrètement, l'AMF a modifié son règlement général en ajoutant, en février 2011, un livre VII intitulé « Marchés réglementés admettant à la négociation des quotas d'émission » (15). Dans ce livre, au-delà des règles relatives aux acteurs en présence tels que l'entreprise de marché, les membres de marché et les organismes de compensation, sont posés les mécanismes habituels relatifs à la transparence et aux abus de marché qui reprennent ou aménagent ce qui est prévu pour la circulation des instruments financiers.

Au total, cette situation montre que la fiabilité d'un marché passe, d'une part, par la présence de règles claires relatives à ses acteurs, à la transparence de son fonctionnement et à la prévention de comportements abusifs. D'autre part, il apparaît qu'il doit être placé sous la surveillance attentive d'un ou plusieurs régulateurs. Ces éléments caractérisant les marchés réglementés semblent donc jouer un rôle non négligeable dans le fonctionnement d'un marché financier, la question est de savoir si le législateur communautaire qui conditionne le droit de ce type de marché, va prendre cette donnée en compte dans la réforme annoncée de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF).

III – La réforme de la directive relative aux marchés d'instruments financiers

Il est certainement un peu tôt pour déterminer clairement le contenu réel de la réforme de la directive n° 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers (MIF). Une proposition du Parlement et du Conseil en date du 20 novembre 2011 donne quelques indications et tendances qui seront ou non traduites dans les faits¹⁶. Cette proposition constate de manière évidente que la crise financière a révélé les faiblesses de fonctionnement et de transparence des marchés financiers. Elle évoque en conséquence la nécessité de renforcer le cadre de la réglementation des marchés d'instruments financiers, l'objectif étant d'accroître la transparence, de protéger davantage les investisseurs, de réduire les domaines non réglementés et de doter les autorités de surveillance de pouvoirs adaptés à leurs missions.

Dans cette optique, le législateur européen envisage une évolution des infrastructures existantes. En effet, le dispositif mis en place par la directive MIF avait instauré trois systèmes permettant les échanges d'instruments financiers : les marchés réglementés, les systèmes

multilatéraux de négociation et le mécanisme de l'internalisation. À côté de ces lieux d'échanges identifiés et soumis à réglementation spécifique, des transactions de gré à gré pouvaient se dérouler en application du droit commun. À cet égard, la proposition prévoit d'ajouter un autre type de plate-forme : les systèmes organisés de négociation (SON ou OTF : organised trading facility). L'idée est de faire entrer dans le périmètre de la réglementation certains systèmes qui se développaient en échappant à la législation en vigueur, la conséquence étant que bon nombre d'opérations intervenaient de manière opaque avec tous les risques que cela comporte. Dans ces conditions, ces systèmes organisés de négociation seront soumis à des exigences organisationnelles rigoureuses et à des règles de transparence. Et d'une manière générale, un renforcement des obligations pour les différentes plates-formes semble recherché.

En réalité, l'ensemble des dispositions de cette proposition de directive va dans ce sens. Il est en effet question de rénover encore la gouvernance des entreprises d'investissement en veillant à la compétence des personnes qui le prennent en charge et en leur imposant des obligations d'information supplémentaires sur leur fonctionnement. Cette proposition de texte vise également à intégrer davantage dans la sphère de réglementation propre aux marchés financiers différents instruments, tels que les quotas d'émission de gaz à effet de serre (mentionnés précédemment) et les instruments « dérivés ». Pour ces derniers, il est prévu que les régulateurs devront être informés et pourront intervenir au plus tôt en cas de problème¹⁷. Plus généralement, les régulateurs (nationaux et communautaire) devraient voir leurs prérogatives s'accroître afin d'exercer une surveillance plus efficace.

Il n'est pas question de commenter avec précision cette proposition de réforme, mais seulement de mettre en lumière le mouvement qui semble la caractériser. Et de ce point de vue, il apparaît que le législateur européen comme les législateurs nationaux ont finalement déterminé les piliers sur lesquels devraient reposer les marchés financiers. Ils doivent d'abord être régis par des règles transparentes aussi bien en ce qui concerne le fonctionnement des marchés, que les acteurs participant à ce fonctionnement. Il convient d'organiser un dispositif visant à prévenir les comportements abusifs sur ces marchés. Ils doivent être placés sous la surveillance rigoureuse d'un régulateur. Ces éléments, comme cela a déjà été souligné, correspondent en réalité aux caractères du marché réglementé qui est, de fait, un modèle. Le dispositif peut être plus ou moins étoffé et aménagé suivant le type de marché en cause, pour permettre une spécialisation et une adaptation pertinente aux opérations traitées. Mais il semble qu'il faut respecter réellement ces principes pour qu'un marché financier soit efficace et sécurisé, et finalement remplisse sa fonction. Il est donc préférable de raisonner sur ce type de fondements plutôt que de penser que l'efficacité des marchés résultera de la concurrence que les infrastructures de marché se livrent et d'imaginer que cette concurrence se traduira par une autorégulation des acteurs nécessairement performante. En effet, cette approche théorique qui avait été privilégiée lors de l'élaboration de la directive MIF n'a pas été confirmée par la pratique. Il convient en définitive de changer de paradigme, et dans cette recherche, certains des termes de la nouvelle approche peuvent être puisés dans un modèle

ancien : celui du marché réglementé. L'ensemble pourrait être utilement éclairé par une réponse claire à la question de savoir quelle est la finalité des marchés financiers. Les textes ne donnent aucune précision dans ce domaine, pourtant une telle indication serait de nature à orienter le travail du juriste.

NOTES DE BAS DE PAGE

1. Agissant dans la coulisse du marché officiel : on a appelé ces courtiers des « coulissiers » prenant en charge un marché dit de la « coulisse ».
2. P.-C. Haucoeur, P. Lagneau-Ymonet et A. Riva, « L'information financière comme bien public. Enjeux et perspectives de la révision de la directive européenne "Marchés d'instruments financiers" » : Revue d'économie financière, vol. 98/99, 2010, p. 297.
3. Ce mécanisme se rattache à la notion de marché dans la mesure où il permet la rencontre d'offres et de demandes.
4. Ces marchés ne sont pas soumis, par exemple, à la plupart des règles relatives à la transparence et aux abus de marché.
5. J.-J. Daigre, « De la directive de 1993 à celle de 2004 : d'un modèle de marché à un autre » : Banque et droit, n° 102, juill.- août 2005, p. 7.
6. S. Torck, « Le rachat d'actions aux fins de gestion financière du capital enfin ouvert aux sociétés non cotées sur un marché réglementé » : BJS juin 2012, p. 510, n° 262.
7. T. Bonneau, « Les apports de la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 au secteur financier » : Dr. sociétés 2011, étude 1.
8. S. Torck, « Un pas de plus vers la convergence du marché Alternext et du marché réglementé » : Dr. sociétés, 2012, repère 6.
9. M.-L. Cordovez et F. Imbert, « Alternext pour un nouveau cycle de croissance » : Act. prat. ing. sociétaire, nov.-déc. 2001, p. 1.
10. Aux termes du Protocole de Kyoto, l'Europe s'est engagée à réduire de 8 % ses émissions de gaz à effet de serre entre 2008 et 2012 par rapport au taux de 1990.
11. M. Moliner-Dubost, « Le système français d'échange de quotas d'émission de gaz à effet de serre » : AJDA 2004, 1132.
12. Rapport Prada sur la régulation des marchés du CO2, avr. 2010, disponible sur : <http://www.minefe.gouv.fr/services/rap10/100419rap-prada.pdf>.
13. Il faut rappeler que ce texte range dans la catégorie des instruments financiers : les titres de capital, les titres de créance, les parts et actions des organismes de placement collectif et les contrats financiers (ou instruments financiers à terme).

14. Tels que définis dans les articles L. 229-7 et suivants du Code de l'environnement.

15. A. Reygrobelle, « Marchés réglementés et quotas d'émission : les apports du livre VII du règlement général de l'AMF » : RLDA n° 60, 2011, p. 29, précité.

16. Proposition de directive du Parlement et du Conseil, concernant les marchés d'instruments financiers, abrogeant la directive 2004/39 du Parlement européen et du Conseil, 20 oct. 2011, COM (2011), 656 final.

17. Il faut rappeler qu'en ce qui concerne les produits dérivés, l'Union européenne a légiféré par le règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (JOUE n° L 201, 27 juill. 2012, p. 1). Ce texte, d'ailleurs, tente de faire entrer les instruments financiers négociés de gré à gré dans un périmètre réglementé par une obligation de compensation de certains d'entre eux et par des obligations de transparence.